

Serie Red Mercosur

1. El boom de inversión extranjera directa en el MERCOSUR
2. Coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR
3. Sobre el beneficio de la integración plena en el MERCOSUR
4. El desafío de integrarse para crecer. Balance y perspectivas del MERCOSUR en su primera década
5. Hacia una política comercial común del MERCOSUR
6. Fundamentos para la cooperación macroeconómica en el MERCOSUR
7. El desarrollo industrial del MERCOSUR ¿qué impacto han tenido las empresas extranjeras?
8. 15 años de MERCOSUR. Comercio, Macroeconomía e Inversiones Extranjeras
9. MERCOSUR: Integración y profundización de los mercados financieros
10. La industria automotriz en el MERCOSUR
11. Crecimiento económico, instituciones, política comercial y defensa de la competencia en el MERCOSUR
12. Asimetrías en el MERCOSUR: ¿impedimento para el crecimiento?
13. Diagnóstico de crecimiento para el MERCOSUR: la dimensión regional y la competitividad
14. Ganancias potenciales en el comercio de servicios en el MERCOSUR: Telecomunicaciones y Bancos.
15. La industria de biocombustibles en el MERCOSUR
16. Espacio fiscal para el crecimiento en el MERCOSUR

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN EL MERCOSUR



Red Mercosur
de Investigaciones Económicas

Centros académicos que integran la Red Mercosur

Argentina

- Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)
- Centro de Investigaciones para la Transformación (CENIT)
- Instituto Torcuato di Tella (ITDT)
- Universidad de San Andrés (UdeSA)

Brasil

- Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP)
- Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ)
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)
- Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX)

Paraguay

- Centro de Análisis y Difusión de Economía Paraguaya (CADEP)
- Facultad de Ciencias Contables, Administrativas y Económicas, Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción (UCNSA)

Uruguay

- Centro de Investigaciones Económicas (CINVE)
- Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República (DE/FCS)

**La Red Mercosur es una iniciativa financiada por el
Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC Canadá)**

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN EL MERCOSUR

José María Fanelli
(coordinador)

Diego Aboal
Ramiro Albrieu
Eduardo Ariel Corso
José María Fanelli
Bibiana Lanzilotta
Antonio Licha
Viviane Luporini
Marcelo Perera



Red Mercosur
de Investigaciones Económicas

Todos los derechos reservados. Prohibida la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier procedimiento (ya sea gráfico, electrónico, óptico, químico, mecánico, fotocopia, etc.) y el almacenamiento o transmisión de sus contenidos en soportes magnéticos, sonoros, visuales o de cualquier tipo sin permiso expreso del editor.

© RED MERCOSUR DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

I.S.B.N. 978-9974-7992-8-8

Primera edición en Uruguay, enero 2009

Diseño de cubierta: Rodolfo Fuentes

Diseño gráfico editorial: Adriana Cardoso

info@rodolfofuentes.com

Impreso en Uruguay

por Zonalibro

San Martín 2437

Tel.: 208 7819 / Telefax: 208 9603

zonalibro@adinet.com.uy

Montevideo / Uruguay

D.L.

ÍNDICE

Capítulo 1

INTRODUCCIÓN 9

Ramiro Albrieu y José María Fanelli

- I. Introducción 11
- II. Marco analítico 18
- III. Sustentabilidad y Espacio Fiscal para el crecimiento 23
- IV. Espacio Fiscal y cooperación regional para crecer 32

Capítulo 2

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN ARGENTINA 41

Ramiro Albrieu, Eduardo Ariel Corso y José María Fanelli

- I. Introducción 43
- II. Evolución de las cuentas fiscales 47
- III. Estructura de la deuda pública y régimen cambiario 56
- IV. Sustentabilidad, incertidumbre y Espacio Fiscal 67
- V. Conclusiones 76
- Apéndice 79

Capítulo 3

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN BRASIL 85

Viviane Luporini y Antonio Licha

- I. Introducción 87
- II. ¿Qué es el Espacio Fiscal? 90
- III. Evolución reciente de las cuentas públicas en Brasil 93

IV. Espacio Fiscal para el crecimiento en Brasil	104
V. Sustentabilidad y Espacio Fiscal	111
VI. Espacio Fiscal y coordinación de políticas en el MERCOSUR	123
VII. Comentarios finales	126
Apéndice	129

Capítulo 4

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN URUGUAY	131
---	-----

Diego Aboal, Bibiana Lanzilotta y Marcelo Perera

Resumen	133
I. Introducción	135
II. Evolución de las cuentas fiscales	137
III. Desafíos del crecimiento desde una perspectiva de generación de Espacio Fiscal	142
IV. La estructura de la deuda pública uruguaya	145
V. Sustentabilidad, incertidumbre y Espacio Fiscal	149
VI. Espacio Fiscal y coordinación de políticas en el MERCOSUR	163

REFERENCIAS	169
-------------	-----

1

INTRODUCCIÓN

Ramiro Albrieu
José María Fanelli

INTRODUCCIÓN

I. INTRODUCCIÓN

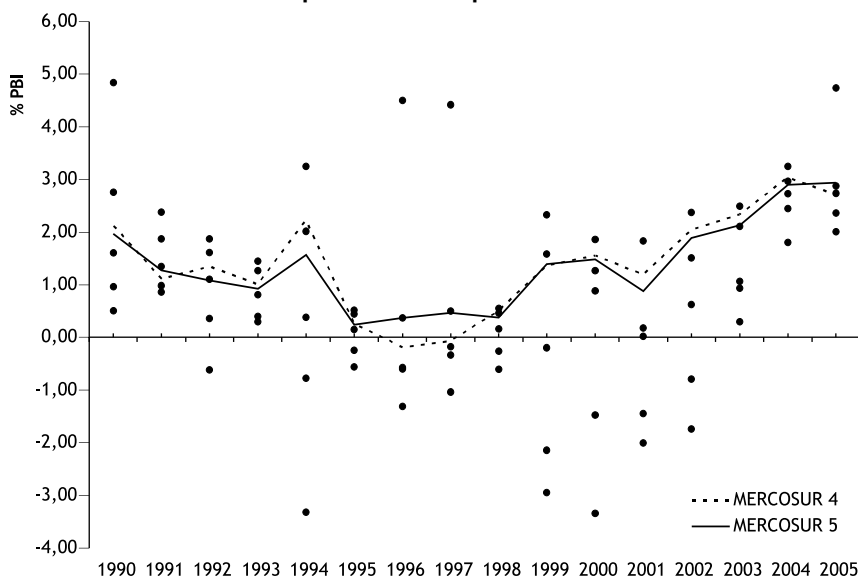
El propósito de este libro es presentar los resultados del proyecto sobre “Espacio Fiscal para el Crecimiento en el MERCOSUR” que llevaron a cabo tres instituciones de investigación pertenecientes a la RED MERCOSUR (CEDES, CINVE y UFRJ). El proyecto se centró en dos cuestiones. La primera fue evaluar los importantes cambios en el plano fiscal que se produjeron en los países del MERCOSUR en la presente década. Si bien esta cuestión insumió buena parte del esfuerzo, el énfasis no estuvo en analizar los cambios fiscales *per se* sino en evaluar si los cambios generaron oportunidades para ampliar el “espacio fiscal” para el crecimiento. Adoptando una perspectiva regional y comparativa, la segunda cuestión abordada en el proyecto fue la de evaluar si los cambios en el tamaño del espacio fiscal —en el caso de haber ocurrido— abrieron oportunidades nuevas de cooperación regional para el crecimiento, tanto en lo referido a las restricciones como en los beneficios de cooperar.

¿Por qué examinar la relación entre la evolución del espacio fiscal y la cooperación regional para crecer? La razón fundamental tiene que ver con la constatación de que las sensibles mejoras de la situación macroeconómica de los dos países más grandes en los últimos años no se tradujeron en iniciativas pro-crecimiento en el nivel regional que marcaran una diferencia sustancial con los noventa y contribuyeran a fortalecer la voluntad de avanzar en el proceso de integración, que se debilitó a consecuencia de los cambios en los regímenes cambiarios y las crisis de 1999-2002. Este hecho no deja de sorprender ya que la mejoría en la situación fiscal y la sucesión de *shocks* externos positivos relajaron dos restricciones que habían limitado severamente el espacio de autonomía de políticas hacia fines de los noventa y principios de la década actual. Aunque esto no es tan impactante cuando

se constata que tampoco en el ámbito nacional las políticas pro-crecimiento han estado en el centro de la escena.

Para valorar en su justa medida las preguntas que motivaron el proyecto es importante tener en cuenta la magnitud de los cambios en la situación macroeconómica. El Gráfico 1 ilustra las transformaciones en el plano fiscal. En la Argentina, el gobierno central ha registrado para el período 2003-2007 un resultado primario promedio de 2,6% del PBI. Para el mismo período, el gobierno central de Brasil registró un superávit primario de 2,3% del PBI, el de Uruguay un 2,4% y Paraguay un 1,7% del PBI.¹ Las líneas punteadas del gráfico sugieren que a partir de 2001 hay un cambio de tendencia en la evolución fiscal común a todas las economías del bloque. No sólo las observaciones pasan del cuadrante negativo al positivo sino que, además, muestran una dispersión menor.

Gráfico 1
Evolución del superávit fiscal primario en el Mercosur

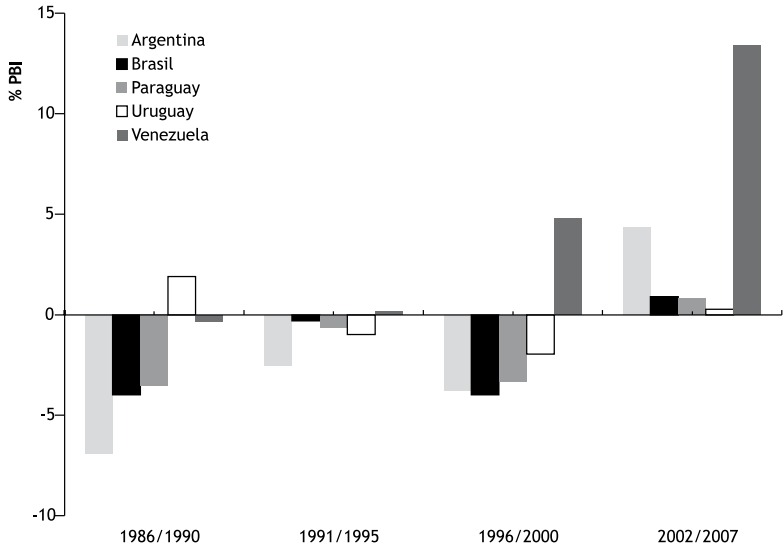


Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Los Gráficos 2 y 3 muestran la positiva evolución de la cuenta corriente y la aceleración en la acumulación de reservas. Por supuesto, no podemos ignorar que esta situación se está produciendo dentro de un contexto internacional favorable, con

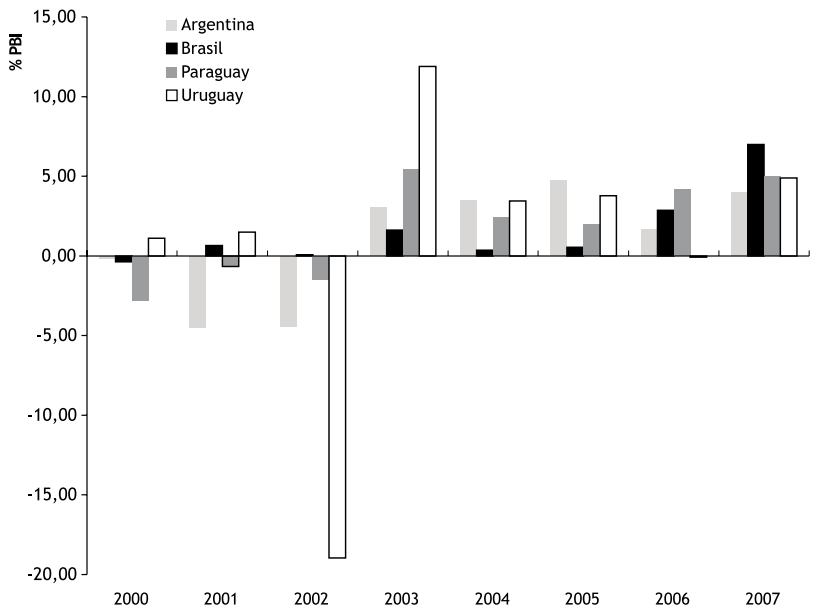
¹ El nuevo miembro, Venezuela, no es una excepción: su resultado primario para el período 2003-2007 fue de 2,3% del PBI.

Gráfico 2
Cuenta Corriente en los países del Mercosur



Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Gráfico 3
Variación de las Reservas Internacionales en los países del MERCOSUR



Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

precios internacionales tonificados por la creciente demanda de materias primas de los países asiáticos. Pero tampoco podemos ignorar el incremento en las cantidades exportadas, las ganancias de competitividad en nuevos sectores y el hecho de que no existe hoy un déficit de cuenta corriente, que fue una restricción significativa para el crecimiento en los noventa.

Estas cifras indican, sintéticamente, que en un período relativamente breve, entre 1999 y 2007, se pasó de una situación de crisis y desequilibrio en la que la región enfrentaba serias dificultades de financiamiento externo y las exportaciones crecían poco, a otra situación en la cual repaga deuda, financia al resto del mundo y las exportaciones están creciendo a tasas más elevadas, aunque no milagrosas.

Este hecho sugiere que puede haber otras razones que expliquen la debilidad de las políticas pro-crecimiento. Una hipótesis simple es que las mejoras en el plano fiscal, si bien mejoraron sensiblemente la solvencia del sector público, no necesariamente ampliaron el espacio fiscal para realizar políticas pro-crecimiento. Una hipótesis también plausible y no incompatible con la anterior, es que existen restricciones adicionales que limitan el espacio de políticas públicas que son independientes de la disponibilidad de recursos. Esas restricciones son las que afectan la capacidad para actuar colectivamente, la escasez de instrumentos de política, la falta de coordinación de las políticas existentes o la disponibilidad de un aparato estatal efectivo para diseñar e implementar políticas pro-crecimiento. Si la debilidad de las iniciativas pro-crecimiento se relaciona más con este tipo de restricciones, una pregunta válida es si la cooperación regional en el nivel regional podría coadyuvar a debilitar esas restricciones y, por esa vía, ensanchar el espacio para las políticas pro-crecimiento. Por ejemplo, es posible argumentar que un reforzamiento de la cooperación en proyectos regionales conjuntos podría crear grupos de interés pro-integración productiva. Asimismo, la cooperación regional podría poner nuevos instrumentos de política en manos de las autoridades fiscales. En este sentido, si bien los acuerdos de cooperación y la coordinación de políticas a nivel regional limitan la discrecionalidad de cada gobierno, en la práctica, esa limitación a la discrecionalidad podría ser funcional para poner un coto a las presiones sobre el gasto que suelen terminar reduciendo el espacio fiscal para el crecimiento. En relación con esto, una cuestión clave es si la cooperación regional, al establecer nuevas reglas de juego, podría contribuir a reforzar instituciones fiscales más afines a la creación de un espacio fiscal para el crecimiento de mayor sustentabilidad que en el pasado.

Una tercera hipótesis que podría explicar el contraste entre la buena evolución macroeconómica y la debilidad de las iniciativas pro-crecimiento es que la mudanza en el escenario tanto macroeconómico como internacional ha sido relativamente rápida y, en consecuencia, las concepciones de política y el diseño de las estrategias de crecimiento están en cierta medida todavía adaptándose a estos hechos. En particular, la visión sobre el futuro del MERCOSUR y la economía política del bloque están probablemente aún excesivamente influidas por las dificultades vividas

durante el crítico período de 1999-2002, en el cual los miembros se replegaron sobre sí mismos para concentrarse en los cambios fiscales y monetarios que, en definitiva, coadyuvaron a crear una situación macroeconómica más desahogada. En este sentido, el proyecto puede considerarse como un esfuerzo por explorar en qué dirección deberían moverse las iniciativas de cooperación regional a los efectos de aprovechar la nueva situación para reanimar el MERCOSUR.

Los estudios sobre las nuevas oportunidades para explotar el espacio regional en función del crecimiento son aún escasos. Seguramente, la aceleración del crecimiento en los últimos años tendrá efectos positivos duraderos sobre el comercio intra-regional. Pero no hay que olvidar que el MERCOSUR puede contribuir a acelerar el crecimiento no sólo facilitando el comercio sino, también, por la vía de explotar la contigüidad geográfica y cultural para coordinar políticas de incentivo a la productividad y la innovación y para integrar la infraestructura física, regulatoria, tecnológica y financiera. Además, hay que tomar en cuenta que la inestabilidad macroeconómica ha constituido tradicionalmente un obstáculo de primera importancia. Una situación más desahogada implica pensar la macroeconomía como una oportunidad y no como una amenaza, como era el caso de los noventa.

Este problema se puede enfocar desde varios ángulos y, de hecho, la Red MERCOSUR lo ha hecho. Hay dos proyectos de la Red que son relevantes en relación con esto. El primero investigó la cuestión de la competitividad sobre la base de un diagnóstico de crecimiento (Arza *et al.*, 2008). El segundo —sobre integración financiera regional— indagó sobre el hecho que, si bien los mecanismos de auto-seguro son instrumentos efectivos para reducir la volatilidad y vulnerabilidad a los *shocks* externos, es también cierto que existen alternativas de manejo del riesgo macroeconómico y de la liquidez externa a través de mecanismos regionales cuyo costo de oportunidad es menor para crecer (Park *et al.*, 2007; Ocampo y Griffith-Jones, 2007; Machinea y Titelman, 2006; Aboal *et al.*, 2007). En forma complementaria de los dos proyectos anteriores, en este libro nos focalizamos en los cambios en el espacio fiscal para el crecimiento. Los enfoques actuales del crecimiento argumentan que las políticas públicas deben crear “espacio fiscal” para el crecimiento y es razonable conjeturar que la capacidad para generar tal espacio es mayor cuanto menos frágil sea la situación financiera del gobierno.

Cuando se observa la nueva situación macroeconómica desde la perspectiva de las hipótesis antes planteadas respecto de las razones de la debilidad de las iniciativas pro-crecimiento, las cuestiones específicas que el proyecto investigó surgen naturalmente:

- (1) ¿Cuál es, efectivamente, el nivel de sostenibilidad fiscal que muestra el MERCOSUR en la actualidad?
- (2) ¿Bajo las nuevas circunstancias de sustentabilidad fiscal y macroeconómicas, existe un mayor espacio fiscal para el crecimiento?

- (3) ¿Han creado el mayor oxígeno fiscal y la mayor disponibilidad de liquidez externa nuevas oportunidades para coordinarse a nivel regional con el objeto de generar espacio fiscal para el desarrollo, dando así un sesgo pro-crecimiento al MERCOSUR?
- (4) Dada la limitada capacidad que el bloque demostró tener para la acción colectiva, ¿existen alternativas para la coordinación regional de políticas y de reglas de juego que demanden tareas de construcción institucional que no superen esa capacidad?

La estrategia seguida para abordar estas cuestiones constó de varias etapas. Evaluar las preguntas (1) y (2) supuso dos pasos. El primero fue analizar en detalle las condiciones de sustentabilidad fiscal en los países del MERCOSUR. Debido a razones de presupuesto el estudio se circunscribió a los casos de Brasil, Argentina y Uruguay. El segundo paso consistió en identificar aquéllos componentes de un espacio fiscal de crecimiento que podrían ser expandidos y explotados ventajosamente en el nivel regional. Es importante remarcar que el estudio no se propuso analizar la generación de espacio fiscal de crecimiento en general —lo cual implicaría, por ejemplo, analizar la eficiencia del gasto y de las estructuras tributarias domésticas—. El estudio tomó como un dato las estructuras de gasto y tributación que están detrás de la generación de un superávit primario dado y se concentró en evaluar el grado de sustentabilidad financiera alcanzado a través del análisis de la interacción entre deuda y superávit esperados en un contexto de volatilidad (volatilidad que se modeló en base a técnicas de series de tiempo). Sobre esta base, se ponderó en qué medida una restricción fiscal menos rigurosa, en un contexto de cuenta corriente superavitaria, permitiría dedicar recursos para avanzar en el diseño de mecanismos coordinados regionales para el incentivo del crecimiento.

Al igual que los gastos e impuestos en el caso fiscal, los determinantes domésticos del régimen cambiario se colocan en la cláusula de *ceteris paribus*; se asume que los países no están dispuestos a cambiar el régimen actual por razones de integración y avanzar, digamos, hacia una coordinación macroeconómica más estrecha. En este sentido, la pregunta central es si, dados los regímenes actuales y el espacio fiscal existente, pueden detectarse ventajas no aprovechadas en lo que hace a políticas de cooperación regional para el crecimiento.

La pregunta (4) se justifica porque el bloque ha enfrentado problemas para avanzar en la construcción de la institucionalidad regional. Sin ignorar tales dificultades, es válido hacer la hipótesis de que si la nueva situación macroeconómica e internacional abrió oportunidades antes inexistentes, el costo de oportunidad de fracasar en el armado de las reglas de juego necesarias para explotar las ventajas de integrarse también tiene que haber aumentado. La concepción del proyecto en el plano institucional, no obstante, fue minimalista; se trata de caracterizar alternativas concretas para revitalizar el espíritu de crecer a través de la explotación de la geografía y utilizando la integración como instrumento. El objetivo es identificar

pasos que podrían darse para explotar oportunidades que en los noventa no estaban disponibles o eran menos factibles. En este sentido, el proyecto puede entenderse como un ejercicio de consistencia macroeconómica que pretende evaluar cómo los cambios ocurridos en la situación fiscal y de liquidez externa han afectado la matriz de *pay-offs* que cada agente nacional enfrenta a la hora de decidir su estrategia de acción colectiva. Se propone, antes que nada, reflexionar sobre el espacio fiscal; no se pretende agotar la cuestión del rol de las variables fiscales en el crecimiento o definir qué régimen de coordinación de políticas macroeconómicas deberían adoptar los socios.

Los capítulos 2, 3 y 4 de este libro recogen, respectivamente, los estudios sobre espacio fiscal en Argentina, Brasil y Uruguay desde una perspectiva regional. El presente capítulo introductorio, en tanto, está destinado a discutir los resultados centrales del proyecto y extraer algunas implicancias útiles para avanzar en la cooperación regional para crecer. Así, la sección II expone los principales rasgos del marco analítico del proyecto, la sección III discute, con un enfoque comparativo, los cambios en las variables que determinan el espacio fiscal en Argentina, Brasil y Uruguay y la sección final analiza las consecuencias para un reforzamiento de la cooperación regional.

II. MARCO ANALÍTICO

El marco analítico utilizado en los diversos trabajos se alimentó de un número de vertientes: los estudios de sustentabilidad fiscal bajo condiciones de incertidumbre, el análisis de la política fiscal en el enfoque de crecimiento endógeno; la literatura sobre acuerdos fiscales y de integración financiera y monetaria regional; y la concepción del “espacio fiscal” para el crecimiento. Dado que el interés primordial del proyecto fue analizar los problemas específicos asociados con las preguntas (1) a (4) y no el de testear las predicciones de un modelo específico, los trabajos que integran el proyecto adoptaron un criterio pragmático: utilizaron el instrumental analítico y las metodologías que cada uno de estos enfoques aportan en la medida en que así lo requirió, en cada caso específico, el examen de las preguntas fundamentales antes planteadas.

De los modelos de crecimiento endógeno se utiliza, fundamentalmente, la idea de que la política fiscal influye en el crecimiento. En los modelos de crecimiento exógeno la política fiscal, si bien puede afectar el nivel del producto, no puede afectar su tasa de crecimiento (cf. Solow, 1956). En los modelos de crecimiento endógeno como el de Barro (1990), en cambio, la política fiscal tiene un rol a jugar en el largo plazo. La política fiscal puede afectar al crecimiento por distintos canales: aumentando la productividad de la inversión privada (gasto público en infraestructura y educación, generación o apoyo a la I+D, ver Lucas, 1988, Barro 1990, Aghion y Howitt, 1992), generando desplazamiento de la inversión privada (Devarajan *et al.*, 1996) o generando redistribución de la riqueza la que a su vez afecta al crecimiento (Persson y Tabellini, 1994).² La evidencia sobre los efectos de la política fiscal en el crecimiento es ambigua y en parte esta ambigüedad se debe a que se utiliza un amplio abanico de técnicas e implementaciones empíricas, que no siempre son consistentes entre ellas y que muchas veces no son adecuadas a las hipótesis teóricas que quieren poner a prueba. Esto ocurre, por ejemplo, con las predicciones de modelos como el de Barro (1990), Barro y Sala-i-Martin (1992) y Devarajan *et al.*, (1996).³ Por otra parte, una buena parte de esta literatura está basada en estudios de *cross-section* de países cuyo mayor problema es que asumen que la condición de *exchangeability* —que es necesaria para que sean válidos los *tests* econométricos— se cumple. Realizar este supuesto sobre las unidades de la muestra implica asumir que las observaciones de ingreso, gasto, impuestos, etc. correspondientes a países con configuraciones muy distintas son comparables.

2 Véanse, también, las sistematizaciones de la literatura que hacen Gemmell (2001), Zagler y Dürnecker (2003) y Aghion y Howitt (1998).

3 Véase Zagler y Dürnecker (2003) por la presentación de un marco teórico que busca unificar esta literatura.

Durlauf (2004) ha realizado una evaluación muy cuidadosa de las consecuencias de violar este supuesto y ha planteado la necesidad de confiar más en estudios de caso detallados para evaluar la plausibilidad del supuesto de *exchangeability* y ponderar hasta qué punto puede suponerse que los parámetros de las estimaciones son estables o que no existe un problema de variables omitidas o no linealidad. Una debilidad adicional, desde el punto de vista de nuestros intereses, es que esta literatura no toma en cuenta la cuestión regional.

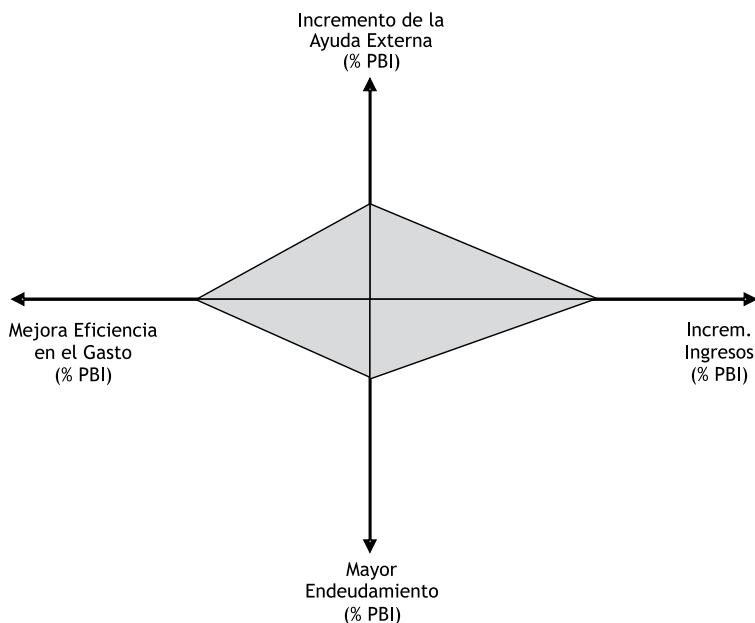
Para evaluar cuestiones fiscales en el plano regional es necesario hacer uso de las herramientas y los resultados de la literatura sobre coordinación de políticas fiscales en acuerdos de integración (Baldwin y Wyplosz, 2006; Masson, 2000). Esta literatura abarca tanto aspectos de crecimiento en los cuales interviene la política fiscal como el rol de la política fiscal sobre la estabilidad macroeconómica de un bloque regional. Sin dejar de lado la cuestión de la estabilidad —sobre todo por el efecto de la solvencia fiscal— los trabajos del proyecto enfatizaron los aspectos que tienen que ver con la generación de un espacio fiscal para el crecimiento. Obviamente, esto no implica dejar de lado la cuestión del rol de la política fiscal en el ciclo; en particular porque las deficiencias de las políticas fiscales anti-cíclicas influyen sobre el crecimiento por la vía de sus efectos sobre la volatilidad. Diversos estudios para América Latina han detectado una propensión hacia políticas de gasto procíclicas en la región (Gavin y Perotti, 1997; Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004; Alesina y Tabellini, 2005; y Talvi y Végh, 2005; entre otros) y existe evidencia de este hecho para los países del bloque a partir investigaciones de la RED MERCOSUR (Badagian y Cresta, 2006). Asimismo, hay evidencia de interacciones perversas entre volatilidad y desarrollo financiero (Fanelli, 2007; Pires de Souza *et al.*, 2007) y sobre la importancia de los factores idiosincrásicos en la explicación del ciclo común del MERCOSUR, factores que sin dudas se relacionan con las características de las políticas fiscales nacionales.

En la Red MERCOSUR también se han realizado estudios sobre sustentabilidad fiscal (Corso y Fanelli, 2006), aunque estos estudios se han limitado a los indicadores más tradicionales, que no toman en cuenta la incertidumbre. En el trabajo se utilizaron técnicas más desarrolladas de evaluación de la sustentabilidad, sobre todo para permitir el análisis del rol de la volatilidad. Para elaborar sobre este punto se utilizará tanto la literatura sobre integración financiera regional (ver De Grauwe, 2003; Prasad *et al.*, 2006; Kenen, 1995.) como los trabajos realizados en la Red (Aboal *et al.*, 2007).

Como se indicó, el concepto que sirve para articular todos estos elementos analíticos dentro del proyecto es el de espacio fiscal para el crecimiento. La literatura especializada denomina espacio fiscal a los recursos en el presupuesto del sector público que proveen los medios necesarios para el gasto deseado sin alterar la sostenibilidad de su posición financiera o la estabilidad de la economía (V. Heller, 2005; Heller *et al.*, 2006).

El Banco Mundial (2006a) ha propuesto una metodología para caracterizar el espacio fiscal existente. El núcleo de la misma es un “diamante” que identifica las vías para crear mayor espacio fiscal. El diamante tiene en sus vértices cuatro factores: mayor endeudamiento, aumento en los recursos tributarios, incremento en la ayuda externa, o mejora en la eficiencia del gasto.

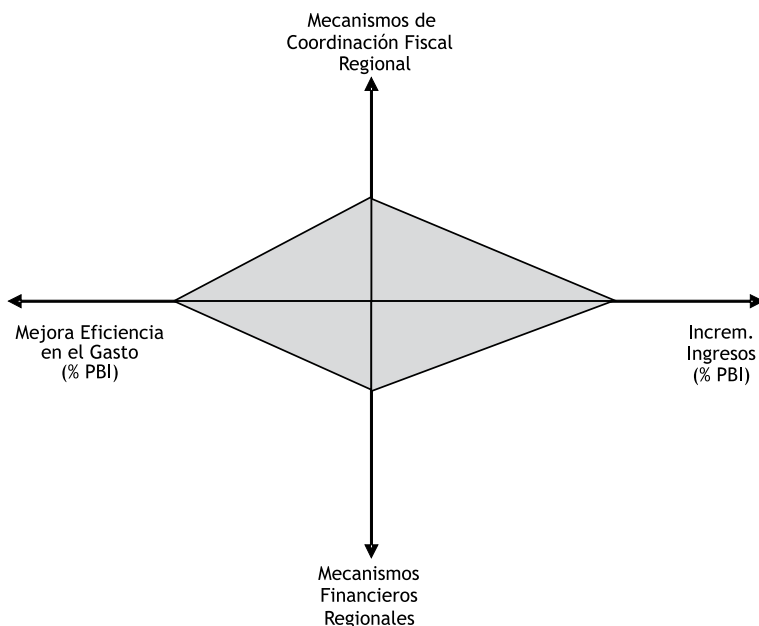
Gráfico 4
Vías de generación de espacio fiscal



Si bien este enfoque de espacio fiscal es útil para países de menor desarrollo, para los problemas que se estudian en los estudios de caso del proyecto —que involucra países de ingreso medio que están pasando por una situación de cierta holgura en su liquidez externa— hay que realizar algunos cambios. Más específicamente, si bien la mejora en la eficiencia del gasto y los ingresos tributarios son críticas, los otros dos elementos deben ser modificados. En primer lugar, dado que la ayuda externa no es un factor relevante para países como Uruguay, Brasil o la Argentina, la reemplazamos por otro factor extra-nacional que puede potencialmente jugar un papel en la creación de espacio fiscal para crecer en el MERCOSUR: los “Mecanismos de coordinación fiscal y de políticas regional”. En segundo lugar, dado que en la situación actual la región está exportando capitales y acumulando reservas, un mayor endeudamiento no es necesario para generar espacio fiscal. En función de esto, reemplazamos ese factor por “Mecanismos financieros regionales”

orientados a mejorar la asignación del ahorro externo y el manejo de los riesgos y la liquidez internacional.

Gráfico 5
Vías de generación de espacio fiscal - versión modificada



En base a este “diamante” reformado, es posible racionalizar los objetivos de nuestro estudio como un intento de estimar los cambios en la sustentabilidad fiscal de los países de la región con el objeto de evaluar la capacidad de los factores “Mecanismos de coordinación fiscal y de políticas regional” para ensanchar el espacio fiscal para el crecimiento, dejando en la cláusula de *ceteris paribus* los otros elementos.

El primer paso para la evaluación del espacio fiscal consistió en mensurar la significación de los cambios ocurridos en la posición financiera del sector público. Las metodologías que se utilizaron se orientaron a evaluar la sustentabilidad en un contexto de incertidumbre. En los estudios sobre sostenibilidad fiscal pueden detectarse dos enfoques básicos. Uno es el de la restricción del valor presente (PVC por sus siglas en inglés) y el otro es el de constancia de la relación deuda/producto a largo plazo. El primero es menos apropiado para las economías emergentes debido a que en estas los cambios estructurales son frecuentes. El segundo, en cambio, determina un valor deseado para el ratio deuda/PBI y estudia qué trayectorias

para el déficit fiscal son consistentes con dicho ratio (ver, por ejemplo, Mendoza y Oviedo, 2003, 2004). Para incluir en el análisis el rol de la volatilidad macroeconómica y la incertidumbre se trabajó con modelos probabilísticos de sostenibilidad fiscal (v. por ejemplo Barnhill y Kopits, 2003; IADB, 2006; Díaz *et al.*, 2006). Los estudios también presentan evidencia sobre la estructura de la deuda y toman en cuenta las características de funcionamiento del régimen cambiario en cada uno de los países.

El paso siguiente fue el de caracterizar un espacio fiscal para el crecimiento e identificar dentro de éste aquéllos componentes de la política fiscal que son pasibles de coordinarse a nivel regional, para acelerar el crecimiento. Como ya se dijera, no fue un propósito del proyecto realizar un examen exhaustivo del espacio fiscal de cada uno de los países del bloque. Esto habría representado un proyecto en sí mismo. Por ejemplo, el estudio realizado por el Banco Mundial (2006b) para Ucrania se extiende por 159 páginas. En relación con esto ya hicimos notar que dejaremos dentro de la cláusula de *ceteris paribus* los dos vértices del diamante referidos a eficiencia de impuestos y gastos.

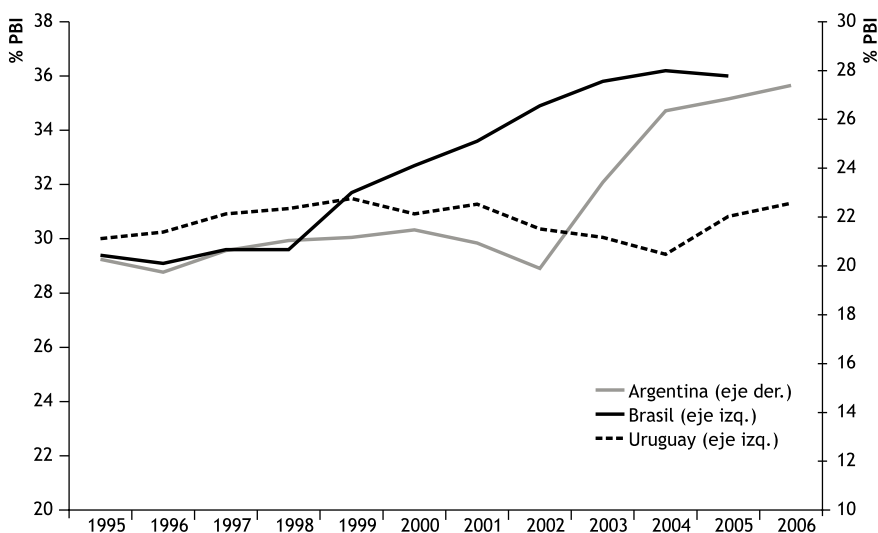
La metodología para identificar los elementos relevantes del espacio fiscal desde la perspectiva regional fue la de estudios de caso. Así, se utilizaron estudios nacionales existentes, los lineamientos utilizados por el Banco Mundial (2006a y 2006b), y técnicas de series de tiempo para identificar el conjunto de variables fiscales que tienen efectos sobre el crecimiento y, dentro de tal conjunto, aquéllas que sería ventajoso coordinar en el nivel regional para acelerar el crecimiento de la productividad.

III. SUSTENTABILIDAD Y ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO

Los estudios de caso sobre Argentina, Brasil y Uruguay permiten identificar una serie de hechos que inciden sobre el espacio fiscal para el crecimiento. Desde una perspectiva regional, los mismos pueden ser sintetizados como sigue.

Con respecto a los impuestos, la evidencia nos muestra que la presión impositiva ha crecido persistentemente en los últimos años (ver gráfico 6). Los casos ejemplares son Brasil y Argentina. En las décadas de 1970 y 1980 la presión impositiva de Brasil no superaba el 25%. El plan de estabilización del real logró reducir la inflación y con ello redujo sensiblemente la recaudación del impuesto inflacionario (en 3 puntos del PBI en la comparación 1990/94 vs. 1995/98, de acuerdo a Luporini y Licha, ver capítulo 3), por lo que se aumentó la presión sobre los bienes y servicios. Luego, la política de generación de superávit fiscales iniciada en 1999 tuvo como principal herramienta la recaudación (no así al gasto, como veremos a continuación). Por ello la presión impositiva ha ido en aumento en los últimos años, llegando al 35% del PBI.

Gráfico 6
Presión impositiva en Argentina, Brasil y Uruguay



Fuente: elaboración propia en base a los estudios de caso e información de los bancos centrales de Argentina, Brasil y Uruguay.

Argentina tuvo históricamente un nivel de presión impositiva más bajo que Brasil, consistentemente menor al 20%. Sin embargo, en los últimos años la presión impositiva aumentó 5 puntos del PBI, acercándose al 30%. ¿A qué se debió este cambio? Albrieu *et al.* señalan varias causas (ver capítulo 2). Por un lado, la dinámica de crecimiento de la economía —a tasas altas en relación al promedio histórico y con crecimiento del empleo registrado, de los salarios y de los precios— fue responsable del impresionante aumento en rubros tributarios tradicionales, como el Impuesto al Valor Agregado (IVA). Por otro lado, a la salida de la crisis se llevó a cabo un conjunto de cambios en la legislación tributaria, al incorporar impuestos “de emergencia” que aún hoy siguen estando vigentes, como es el caso del impuesto a los débitos y créditos bancarios y las retenciones a las exportaciones.

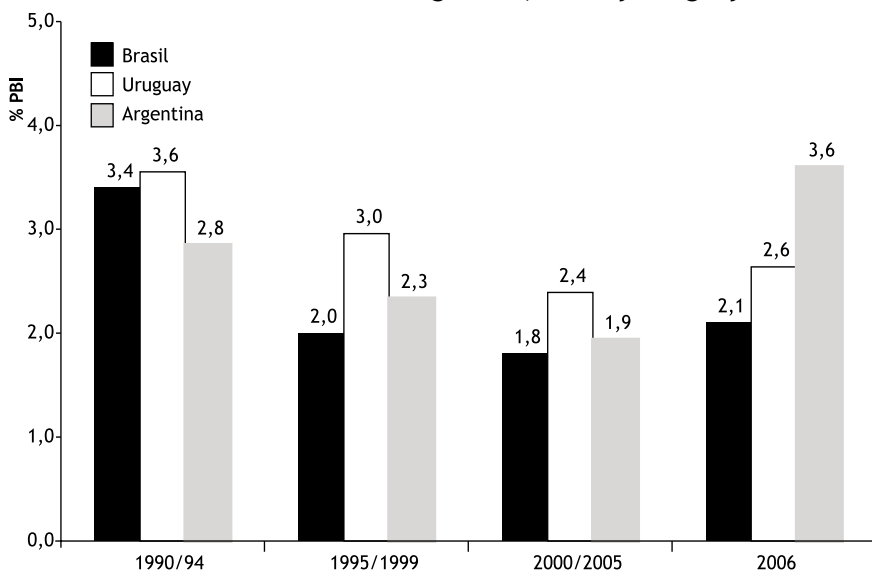
Es interesante notar que la recaudación puede afectar al crecimiento no sólo por su *nivel*, sino también por su *composición*. En ese sentido, tanto el estudio de Brasil como el de Argentina mencionan el carácter distorsivo de la estructura impositiva. En el caso brasileño, se hace referencia a dos cuestiones. La primera es el sesgo tributario hacia la producción en vez de la renta o el consumo, que desalienta la inversión y reduce la tasa de crecimiento. La segunda es la excesiva complejidad del sistema, con distorsiones generadas en parte por la sobre-imposición del gobierno central y los estados. En el caso de Argentina, en tanto, las distorsiones se relacionan en general con los impuestos “de emergencia” aún vigentes y en particular con la imposición sobre el sector exportable de la economía. De hecho, este tema está en el centro de los dilemas actuales de política económica en ese país.

Pasemos ahora a los gastos. La primera conclusión que se desprende de los trabajos es que la inversión pública ha ido retrocediendo tendencialmente desde la década de 1980. El gráfico 7 muestra la evolución de la inversión del sector público como porcentaje del PBI en promedios 1990/94, 1995/99 y 2000/05. Nótese allí que en los tres países la inversión pública ha ido en disminución. Por supuesto, algo de esto se explica por el efecto de las crisis de fines de la década de 1990 y principios de la actual. Es un hecho bien documentado que en momentos de crisis la inversión —en particular, en infraestructura— es la variable sobre la que recae de manera más fuerte el ajuste de las cuentas públicas (Calderón y Servén, 2004) y el MERCOSUR no fue una excepción a la regla. Adicionalmente, la caída en la inversión pública puede estar reflejando la privatización de empresas que contribuirían a la inversión pero desde el sector privado. Sin embargo, evidencia reciente recolectada por Fay y Morrison (2006) muestra que en los países de América Latina no se dio el caso: de hecho la caída en la inversión pública no fue enteramente compensada por la suba en la inversión privada en las áreas que fueron privatizadas. La falta de dinamismo de la inversión privada es particularmente notable en Brasil, donde el coeficiente de inversión se ha ubicado por debajo del 20% del PBI.

Es interesante mencionar, además, que en los últimos años la evolución ha sido dispar. En la figura se muestra el dato para 2006. Nótese que Argentina ha

recuperado su nivel de inversión; de hecho ha logrado superar las tasas de principios de los noventa. Uruguay y Brasil, en cambio, siguen retrasados. No es causalidad entonces que el gobierno de Brasil haya lanzado el Programa de Aceleración de la Inversión (PAC) de 504 millones de reales para el período 2007/2010.

Gráfico 7
Inversión Pública en Argentina, Brasil y Uruguay

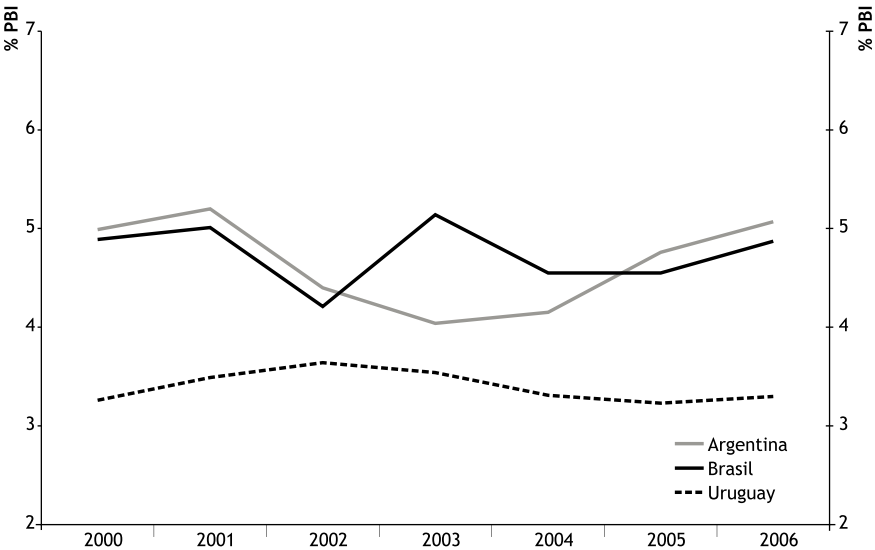


Fuente: elaboración propia en base a los estudios de caso e información de los bancos centrales de Argentina, Brasil y Uruguay.

El gráfico 8 muestra la evolución comparativa del gasto público en un componente del capital humano al que los trabajos sobre crecimiento le asignan un rol prominente: la educación. Argentina y Brasil registran un mayor gasto, en torno a 5% del PBI. Uruguay, en tanto, registra valores promedio cercanos a 3% del PBI. Como señala CEPAL en su panorama social de América Latina de 2006, en términos cuantitativos, este nivel de gasto es consistente con el grado de desarrollo de estos países. De ahí que, probablemente, las deficiencias en relación con la acumulación de capital educativo se relacionen con la calidad; los estudios muestran que la región como un todo se rezagó con respecto a otras regiones del mundo (ver Pang y Herrera, 2005; Clements *et al.*, 2007).

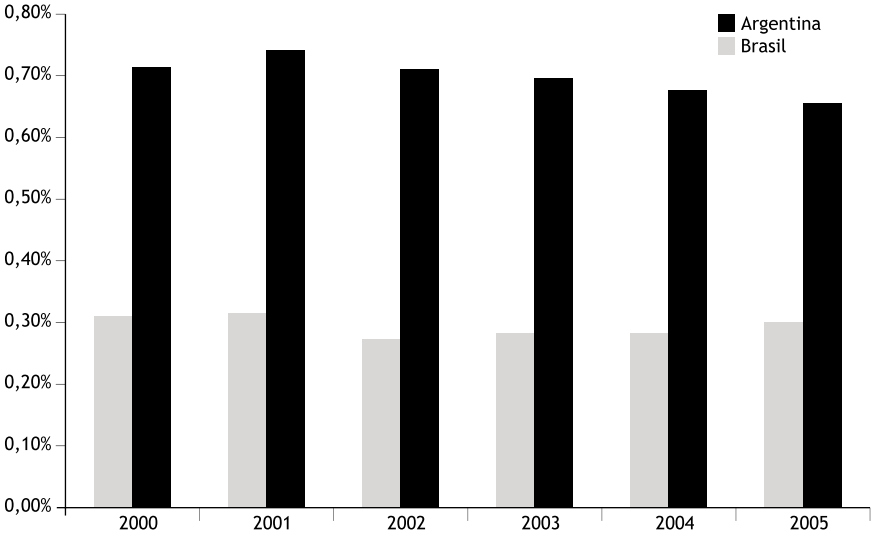
Los gastos asociados con innovación en la región son bajos cuando se los compara con las regiones más dinámicas (no supera el 1% del PBI, ver gráfico 9). En proporción del PBI el gasto de Brasil duplica al de la Argentina, aunque la diferencia desaparece cuando se considera el gasto en relación al PBI *per capita*.

Gráfico 8
Gasto Público en Educación



Fuente: elaboración propia en base a los estudios de caso e información de la CEPAL.

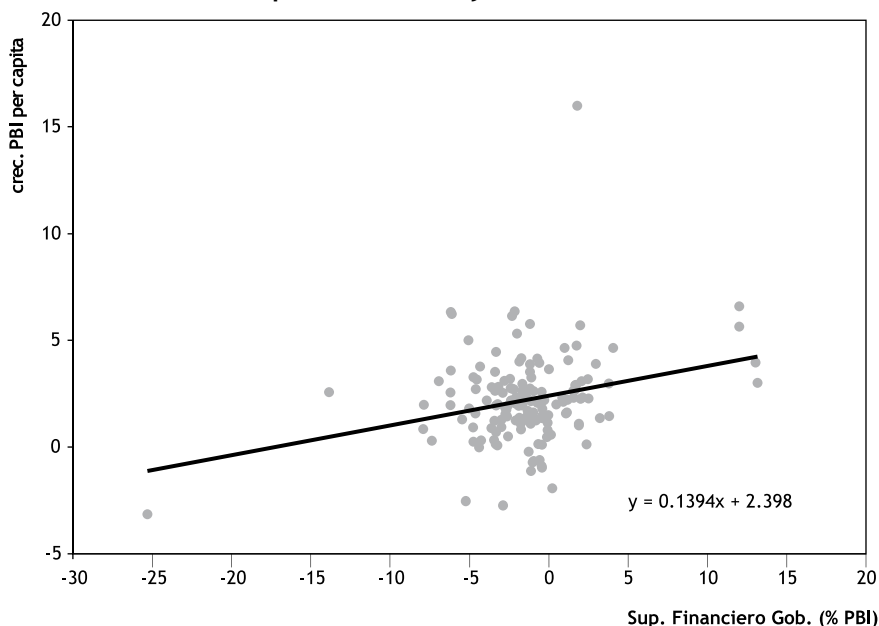
Gráfico 9
Gasto Público en Investigación y Desarrollo



Fuente: elaboración propia en base a los estudios de caso e información de la RICYT.

Los trabajos aportan evidencia clara respecto de que en los últimos años se ha revertido la propensión tradicional de la región a generar déficit fiscales muy difíciles de financiar. Dado que los ajustes fiscales se asociaron frecuentemente con colapsos de crecimiento, este es un hecho altamente auspicioso. De hecho, la evidencia internacional sugiere que existe una relación negativa entre crecimiento y desbalance fiscal. El gráfico 10 ilustra este punto.

Gráfico 10
Superávit Público y Crecimiento



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

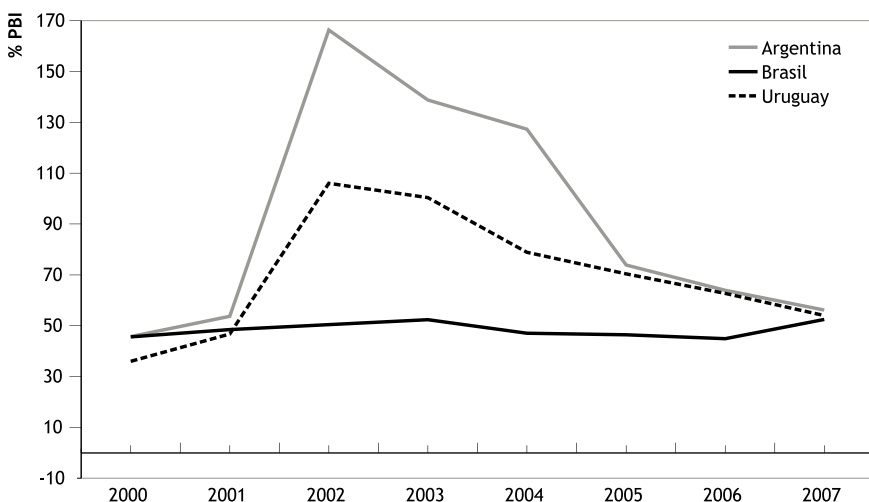
Este hecho, no obstante, encubre una serie de factores que deben ser tenidos en cuenta, ya que existen formas de generar superávit fiscal que pueden ser perjudiciales para el crecimiento. Los estudios de casos indican que, justamente, este tipo de peligros no está ausente en el caso de la región.

Un factor que marcan los estudios en relación con esto es la inédita presión impositiva que se observa en la actualidad, que en los casos de Brasil y de Argentina se ubica en máximos históricos. A los efectos sobre los incentivos de este nivel de imposición, hay que agregarle que la estructura tributaria induce importantes distorsiones a la producción en general (Brasil) y al sector transable (Argentina) que afectan negativamente al crecimiento.

Otro factor negativo es que el superávit creció menos que la presión impositiva, por lo que hubo un aumento en el gasto público. Además, como vimos, el aumento del gasto no se ha focalizado en los rubros pro-crecimiento. En particular, en los tres países la inversión pública se mantiene en niveles bajos, con algún comportamiento diferencial positivo de Argentina en los últimos dos años. Asimismo, los gastos en investigación y desarrollo no han avanzado. Ribeiro y Rodríguez (2007) marcan estos puntos para señalar la ineficiencia del gasto público en Argentina, Brasil y Uruguay.

Más allá de la complejidad de la relación entre el ajuste fiscal y el crecimiento, lo cierto es que la buena evolución del superávit primario, tuvo efectos muy positivos sobre la sustentabilidad de la deuda. El gráfico 11 muestra la evolución de la deuda pública en cada país.

Gráfico 11
Evolución de la deuda pública en Argentina, Brasil y Uruguay



Nota: La deuda de Brasil es neta.

Fuente: elaboración propia en base a los estudios de caso e información de bancos centrales.

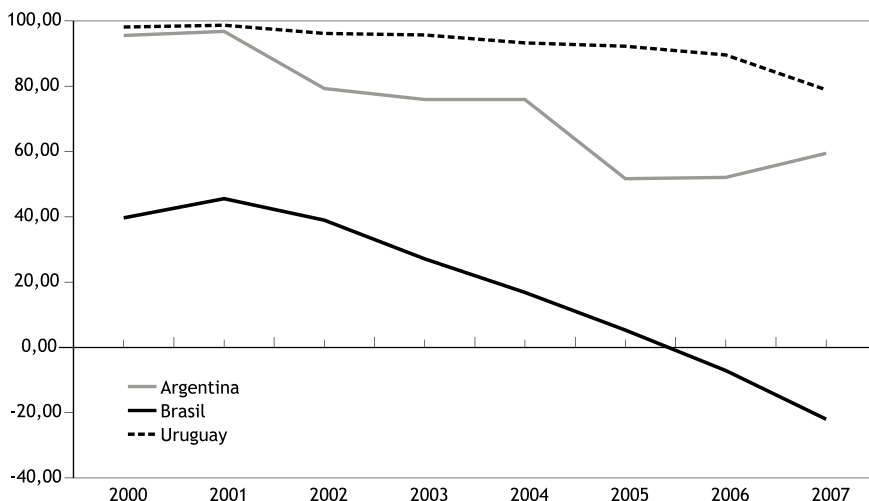
Como se ve, la evolución es remarcable. En Brasil la deuda pública había ascendido de 30% a 50% del PBI entre 1997 y 2003 y en los últimos años logró estabilizarse en torno al 45%. En Uruguay la deuda bruta llegó a un máximo en 2002 (cercano a 100% del PBI) y luego descendió fuertemente en los últimos años hasta llegar a un 67% en 2007. En Argentina, en el peor momento de la crisis de 2002 alcanzó 165% del PBI y actualmente, reestructuración y repago mediante, se ubica en 61%. En el caso de la Argentina, además, este indicador sobreestima el peso

de la deuda ya que gran parte de la misma está colocada a tasas que no reflejan las vigentes en el mercado. De ahí que con un nivel de deuda mayor Argentina paga una cifra de intereses menor a la mitad de la que paga Brasil en términos de su PBI.

Por supuesto, examinar el nivel de deuda puede no ser suficiente para evaluar la cuán lejos se está de experimentar una crisis. En particular, las contribuciones de Aboal *et al.* y Albrieu *et al.* a este volumen destacan el rol negativo que la dolarización jugó en las recientes crisis de Uruguay y Argentina. Al respecto, el gráfico siguiente muestra el porcentaje de la deuda emitida en moneda doméstica. Nótese allí que la situación ha mejorado notablemente. En Uruguay, en el tercer trimestre de 2002, la proporción de la deuda emitida en moneda doméstica era nula, mientras que en la actualidad supera el 20%. En Argentina, en momentos previos a la crisis la deuda en dólares representaba un 67% de la deuda total; luego del canje ese ratio disminuyó a 33%. En ese sentido, a la par de la reducción en el nivel de deuda, su grado de dolarización también ha disminuido. La evidencia sobre duración, la otra pata frágil de la deuda en economías emergentes, también es favorable. Uruguay es el mejor caso: la proporción de deuda emitida a un plazo mayor de 5 años fue de 100% en 2007.

A los efectos de evaluar el papel de la incertidumbre, los estudios de caso realizaron análisis econométricos de la sustentabilidad. Para ello, desde el punto

Gráfico 12
Evolución de la dolarización de la deuda pública
en Argentina, Brasil y Uruguay



Nota: La deuda de Brasil es neta.

Fuente: elaboración propia en base a los estudios de caso e información de bancos centrales.

de vista metodológico, adoptaron los enfoques utilizados por la literatura sobre modelos probabilísticos de sostenibilidad fiscal (v. por ejemplo Barnhill y Kopits, 2003; Alvarado *et al.*, 2004; IADB, 2006). Con este enfoque, se realizaron diversos ejercicios de sostenibilidad fiscal utilizando técnicas de series de tiempo y simulaciones de Montecarlo en la línea del enfoque de *fan charts* y de la utilización de modelos de sostenibilidad de deuda alimentados con modelos VAR para modelar la relación entre las variables macroeconómicas fundamentales que determinan la sustentabilidad (tasas de interés, tasa de crecimiento y tipo de cambio real).

Entre los resultados que vale la pena remarcar desde una perspectiva comparativa resaltan los siguientes. En el caso de Argentina, la mejora en el resultado primario del sector público, la reestructuración de la deuda pública, y el fuerte proceso de crecimiento del país implicó un reforzamiento de la sostenibilidad de la deuda del sector, que es robusto a variaciones en el contexto macroeconómico. Sin embargo, los intervalos de confianza son aún amplios, lo que indica que la vulnerabilidad puede regresar en un escenario de altas tasas y bajo crecimiento. En el caso de Uruguay en los últimos años la gestión de la deuda (asociada a mejoras en su perfil y al aprovechamiento de la situación favorable en los mercados para adelantar necesidades de financiamiento), sumada a una significativa disciplina fiscal, han reducido la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Las simulaciones realizadas indican trayectorias descendentes de la relación de deuda bruta-producto en la mayoría de los escenarios. Como amenaza se destaca que la capacidad del sector público para disminuir la deuda depende de la evolución del tipo de cambio y de la capacidad para reducir el grado de dolarización. Por último, en el caso de Brasil, el estudio muestra que el problema de su perfil de deuda pasa por los plazos y no por la dolarización. En los últimos años la composición de la deuda se modificó, pasando de estar atada a la tasa SELIC a estar indexadas por los precios, lo que alivió tanto a la política fiscal como a la política monetaria. El estudio de Luporini y Licha muestra que incluso podría ganarse espacio fiscal a través de la colocación de deuda, pero que la probabilidad de una crisis aumenta considerablemente a medida que se sube el nivel de endeudamiento.

En suma, de los estudios de caso se sigue que, efectivamente, ha habido una ampliación del espacio fiscal para hacer políticas en los últimos años. Asimismo, en términos intertemporales la región está en una situación más desahogada lo que permite extender el horizonte de planeación a la hora de diseñar políticas, al reducirse la amenaza de no sustentabilidad de la deuda. Estas mejoras, no obstante, no se tradujeron en una ampliación inmediata del espacio fiscal para el crecimiento. Si bien la presión tributaria subió, esto sólo en parte permitió aumentar los gastos relacionados con el crecimiento debido a la rigidez de otros componentes del gasto que hicieron que el superávit no subiera en forma automática al aumentar la tributación. Este hecho, que fue marcado tanto en Brasil como en Argentina, es de gran relevancia ya que los efectos sobre los incentivos de una mayor tributación no

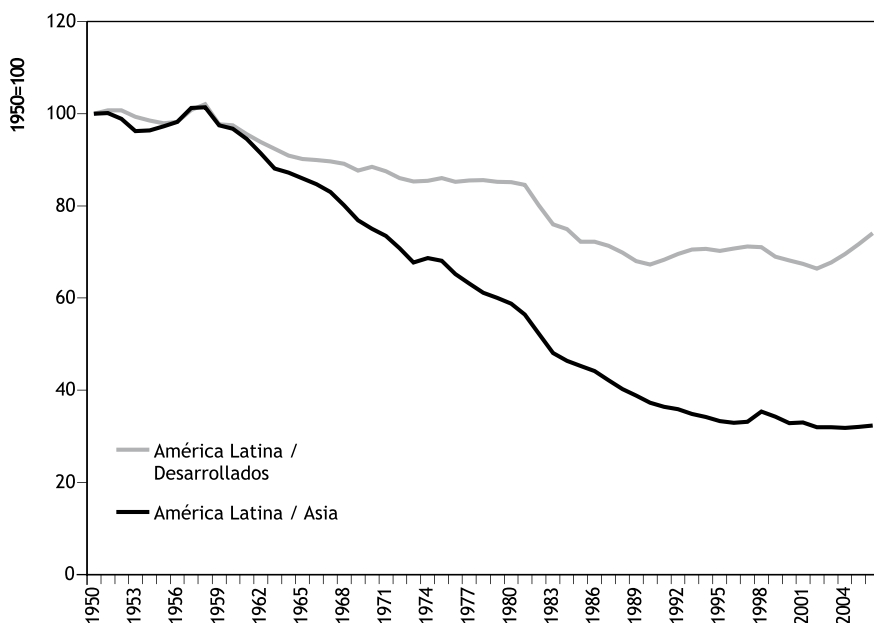
han sido compensados con un mayor nivel de gastos pro-crecimiento. Estos hechos abonan la hipótesis de que otras restricciones que operan limitando los espacios de política, como las asociadas con la acción de los grupos de interés, han jugado un papel para que el espacio fiscal para crecer no se agrandara lo suficiente.

IV. ESPACIO FISCAL Y COOPERACIÓN REGIONAL PARA CRECER

El MERCOSUR se encuentra en una región que ha estado perdiendo posiciones en relación al resto del mundo en lo que hace al nivel de desarrollo. Como se observa en el gráfico 13, sea por “mala suerte” (recurrencia de *shocks* negativos) o por deficiencias en las políticas implementadas, América latina se ha retrasado con respecto a los países desarrollados. Esto ha sido particularmente así desde la ocurrencia de la “crisis de la deuda” a principios de los ochenta. Esta trayectoria contrasta con la de los países del Asia, que en las últimas cuatro décadas crecieron a tasas por encima de las registradas en los países desarrollados, acortando la brecha de productividad que los separa de ellos

Argentina, Brasil y Uruguay no son una excepción en relación con la evolución global de América latina, como se observa en los gráficos 14a, 14b y 14c.

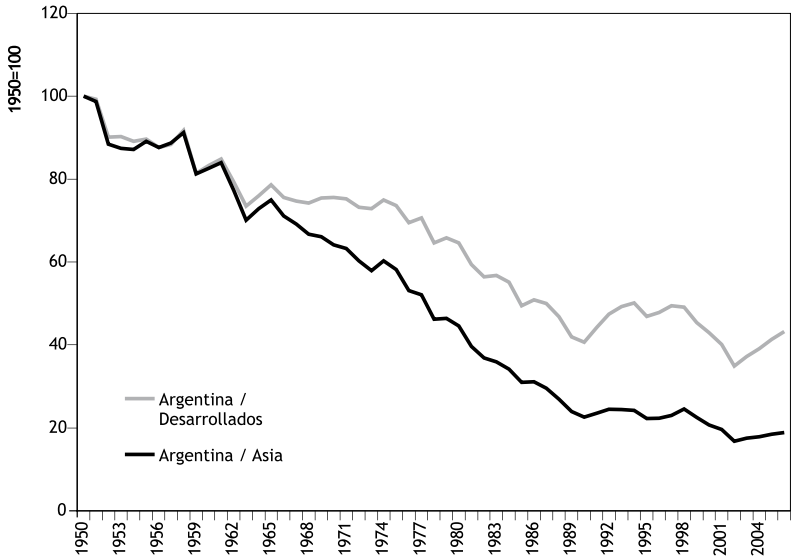
Gráfico 13
Evolución relativa del PBI *per capita* de América Latina



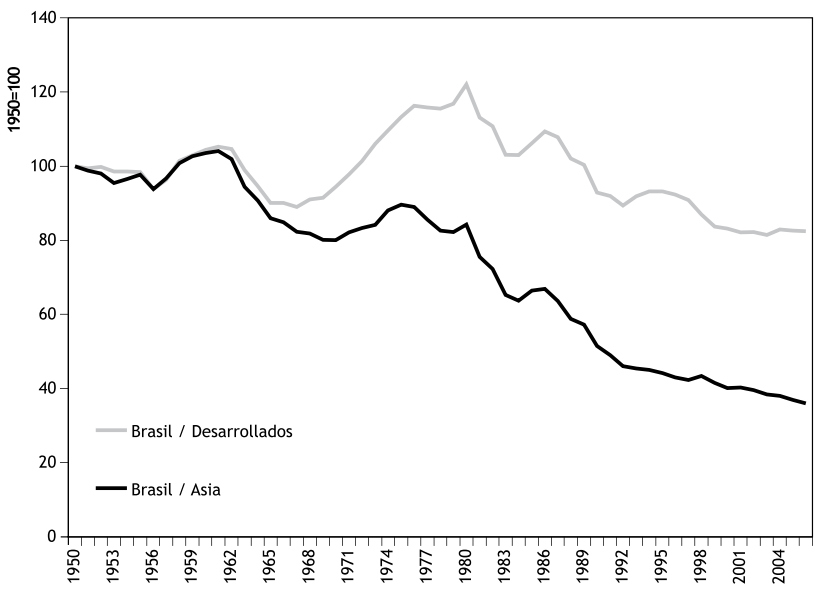
Fuente: elaboración propia en base de datos de Conference Board.

Gráfico 14

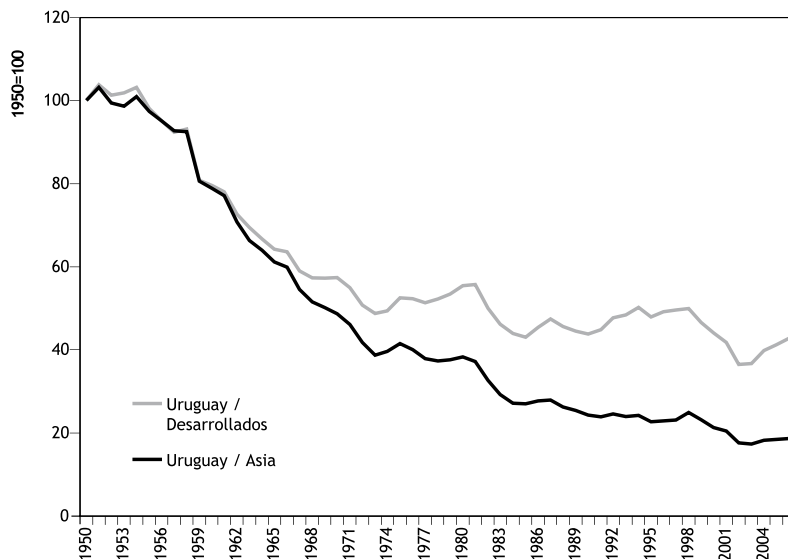
(a) Argentina



(b) Brasil



(c) Uruguay



Fuente: elaboración propia en base de datos de Conference Board.

A la luz de esta evidencia, el hecho que los progresos referidos a sustentabilidad de la deuda y aumento en la recaudación tributaria no se hayan traducido en un ensanchamiento significativo del espacio fiscal para crecer no es auspicioso y deberá ser revertido. Por ejemplo, no parece factible acelerar el crecimiento de forma de reducir la brecha de PBI *per capita* entre la región y los países industrializados con niveles tan bajos de inversión pública y estructuras tributarias con distorsiones de peso. Asimismo, en un contexto en que los socios están expuestos a experimentar síntomas de enfermedad holandesa debido al aumento de los precios de los recursos naturales y sufren al mismo tiempo la competencia asiática en los mercados de exportación industrial, parece deseable que las políticas para vigorizar la productividad reciban mayor atención y recursos.

Considerando este cuadro de situación, ¿qué podría aportar la cooperación regional? De los trabajos del libro surge que lo regional ha jugado un rol nulo en la determinación de las políticas fiscales domésticas. Si bien es cierto que los socios en su conjunto se han acercado a las metas de la Declaración de Florianópolis, también lo es que ello ocurrió como fruto de procesos de política inspirados en razones ajenas a tal declaración.

Esto implica que, en gran medida, los recursos fiscales que estén disponibles para el crecimiento deberán ser tomados como un dato a la hora de diseñar estrategias

de cooperación regional. Esto no quiere decir, por supuesto, que en el futuro este hecho no pueda cambiar, sobre todo si por la vía de la cooperación aparecieran oportunidades nuevas, como se discute más abajo.

Lo anterior indica que, en las presentes circunstancias, si la cooperación estuviera en condiciones de contribuir a consolidar un espacio fiscal para crecer, ello estará relacionado no tanto con la generación de recursos como con el relajamiento de las otras restricciones que operan limitando el espacio fiscal y que pueden ser clave para mejorar la calidad de las políticas pro-crecimiento: la economía política, la calidad de las burocracias y la disponibilidad de instrumentos. Aunque, obviamente, esta es una opción válida en la medida que los estados miembro se muestren dispuestos a invertir políticamente en el progreso del acuerdo regional, también es cierto que la voluntad política se verá fortalecida en la medida en que se identifiquen oportunidades suficientemente beneficiosas para acelerar el crecimiento a nivel regional. La coyuntura actual parece muy apropiada para indagar si tales oportunidades existen ya que los estudios de caso marcan que hay una mayor disponibilidad de recursos fiscales. Una situación de esta naturaleza, que abarca a todos los socios de manera simultánea, no se presenta de manera frecuente.

La contribución regional a la ampliación del espacio de políticas podría darse en dos dimensiones: la coordinación macroeconómica y las iniciativas pro-crecimiento.

Una mayor coordinación de políticas fiscales podría contribuir significativamente a la estabilidad macroeconómica y beneficiaría al crecimiento al mejorar el clima de inversión para la región como un todo y alargar el horizonte de planeamiento. Los autores de los trabajos nacionales son unánimes al sugerir, no obstante, que no se vislumbra voluntad política para avanzar en este sentido. Aún cuando la evidencia empírica recogida en los estudios de caso marca que las metas fiscales establecidas en la Declaración de Florianópolis —déficit fiscal consolidado de 3% del PBI y un límite máximo para la deuda pública de 40% del producto— deberían ser menos difíciles de cumplir, lo cierto es que una obligación creíble de cumplimiento de esas metas implicaría un compromiso estricto para el largo plazo. Y, en verdad, no está claro cuán restrictivo será tal compromiso, considerando que la región está pasando por un período de bonanza en lo que hace al sector externo y el crecimiento. Atenerse a las metas de Florianópolis podría ser difícil en escenarios menos promisorios. Esto es lo que muestran algunos de los escenarios que fueron considerados en los estudios de caso al introducir la incertidumbre. Por otra parte, en el discurso político cotidiano, ni siquiera se menciona como un logro que los niveles de ajuste logrados en el frente fiscal permitirían acercarse a las metas de Florianópolis. Esta omisión no es demasiado sorprendente ya que es poco lo que podría aportar un avance en el plano de la coordinación regional para manejar los desequilibrios que podrían amenazar la mayor estabilidad actual de los socios mayores. En la Argentina, la cuestión más apremiante es la inflación y en Brasil, probablemente, los problemas de competitividad asociados con la apreciación de la moneda. La

inflación y la apreciación son desequilibrios que tanto Brasil como la Argentina han encarado de manera unilateral en el pasado y no se espera que esto vaya a cambiar en el corto plazo. Es importante mencionar, no obstante, que el trabajo de Uruguay encuentra que este país sí tiene incentivos para una mayor coordinación entre los socios grandes dado que, como país más pequeño, típicamente es afectado por las iniciativas unilaterales de las economías de mayor tamaño.

En síntesis, si bien los estudios de caso no se focalizaron en la cuestión macroeconómica, los autores no fueron en general optimistas respecto de la coordinación de las metas fiscales en un plazo más o menos cercano. Por supuesto que no hay nada que impida que los países establezcan reglas de juego regionales para coordinarse, pero la historia del acuerdo regional indica que ante situaciones en las cuales los gobiernos deben decidir entre progresar en las tareas regionales conjuntas y cumplir con objetivos urgentes como ajustar la economía ante un desequilibrio macroeconómico de importancia, eligen lo segundo.

Lo anterior implica que las oportunidades para actuar sobre las restricciones que limitan el espacio de políticas fiscales, si existen, estarán relacionadas con la cooperación en el plano de las políticas pro-crecimiento.

Al discutir las opciones de cooperación, la experiencia de la UE aparece siempre en primer plano. Esto es natural, y hay dos cuestiones importantes a tener en cuenta. La primera es que, hasta llegar al estado actual de integración la UE pasó por diferentes etapas. La segunda es que, más allá de los éxitos notables en el plano de la facilitación del comercio y la coordinación de la macroeconomía, la integración tuvo un fuerte componente de políticas pro-crecimiento en general e industriales y de apoyo al cambio estructural. De hecho, el período de milagro económico coincide con la etapa de los años sesenta en que el bloque estaba en formación y tenía un relevante componente de política industrial (ver UNCTAD, 2007). En este sentido, vale la pena tomar en cuenta que la integración europea comenzó como una experiencia de coordinación que trataba de evitar los problemas de sobre-inversión en las ramas del acero y el carbón. Esta colaboración fue clave para crear intereses en el nivel regional y fue funcional para el avance posterior en el plano comercial e institucional. Asimismo, los fondos de ayuda estructural a las zonas más rezagadas fueron vitales para evitar los fenómenos de dualidad estructural al apoyar con políticas públicas el proceso de cambio estructural en los países menos desarrollados. En casos como el de España e Irlanda las políticas probaron ser potentes para acelerar el crecimiento. Así, más allá de la encomiable capacidad de construcción institucional demostrada en etapas más recientes en el plano monetario, Europa ha mostrado habilidad para crear intereses en el plano regional que, al depender para su satisfacción de la continuidad de las políticas, ayudaron a relajar las restricciones de economía política.

En lo que hace a la creación de nuevos instrumentos de política, también es interesante tener en cuenta las iniciativas que se han estado implementando en el

área asiática. En ella, la colaboración en el nivel regional ha avanzado sin que haya una institucionalidad “fuerte”, como en el caso de la UE. Se destaca, en este sentido, la iniciativa Chiang Mai y la estructuración de mercados de bonos regionales. Una ampliación de los mercados en este sentido sin dudas contribuye a crear espacio para las políticas de financiamiento del sector público y en el plano del manejo de las reservas.

Una estrategia de cooperación regional que tome en cuenta las lecciones de estas experiencias y se oriente a aprovechar la mayor disponibilidad actual de recursos fiscales debería cumplir con cuatro requisitos al diseñar políticas pro-crecimiento:

- (1) elegir aquéllas alternativas que tengan alta “rentabilidad” en términos de acelerar el crecimiento;
- (2) que esa rentabilidad dependa de la explotación de ventajas comparativas que están disponibles para la región pero no para cada socio por separado;
- (3) que las iniciativas generen grupos de interés en el nivel regional con incentivos para defender la continuidad de las políticas;
- (4) que la iniciativa aporte instrumentos de política que no están disponibles para los socios individualmente.

¿Qué debería, entonces, guiar una estrategia compatible con estos principios? Para cumplir con el primer requisito de aceleración del crecimiento, es central tomar en consideración los aportes de la nueva geografía económica (ver Venables, 2007) y la visión del crecimiento en términos de episodios de aceleración (Hausmann *et al.*, 2004; Hausmann *et al.*, 2005; Goyal y Sahay, 2007) Esto llevaría a diseñar políticas de cooperación regional que enfatizarían la necesidad de actuar sobre las externalidades que debilitan la innovación y las actividades de auto-descubrimiento y sobre las fallas de coordinación que obstaculizan la explotación de las economías de escala y de aglomeración.

En cuanto a fallas de coordinación, el MERCOSUR podría hacer un aporte en lo referido a la construcción de infraestructura y la facilitación del cambio estructural. Los costos de transporte, en particular, son tan importantes como la distancia para incentivar el comercio y la formación de espacios económicos. Las inversiones en infraestructura son funcionales para cumplir con los requisitos (2) y (3) ya que la coordinación de la infraestructura básica para la integración debe ser realizada en el nivel regional y genera naturalmente grupos que presionarán para la ejecución de las obras, sea porque se benefician de ellas por su localización, sea porque abaratan sus insumos, sea porque participan en su construcción. En los trabajos sobre integración financiera realizados por la Red MERCOSUR también se subraya que la emisión de instrumentos de deuda para financiar grandes proyectos de infraestructura pueden servir como base para desarrollar un mercado regional de bonos que involucre al sector privado.

Desde el punto de vista de la generación de espacio fiscal la inversión pública en infraestructura es importante por otra razón. Dada la rigidez de los componentes del gasto y la presión constante de grupos de interés por aumentar los componentes del gasto primario diferentes de la inversión, el planeamiento del gasto en infraestructura en el nivel regional podría servir para encapsular tal tipo de gastos inmuni-zándolos de las presiones domésticas. Esto sugiere que una política de construcción de infraestructura podría contribuir a crear nuevos instrumentos en el sentido de evitar que otras políticas “dominen” las políticas orientadas a crear espacio fiscal. El trabajo en el nivel regional podría coadyuvar a la “defensa” del espacio fiscal para el crecimiento comprometiendo fondos específicos.

Como se discute en el proyecto sobre diagnóstico de crecimiento realizado en el marco de la Red MERCOSUR (Arza *et al.*, 2008), también hay oportunidades para avanzar en el plano de la innovación a través de iniciativas para integrar los sistemas nacionales de innovación y armonizar las políticas orientadas a la inversión extranjera. Esta es también un área donde al evitarse duplicaciones de esfuerzos y facilitarse la coordinación podrían realizarse economías de escala importantes y, también, podrían crearse grupos con intereses definidos a partir de lo regional.

En cuanto a políticas industriales para incentivar la productividad, hay que considerar que las reformas de los noventa tendieron a dejarlas excesivamente de lado, a favor de los cambios regulatorios orientados a crear un buen clima de negocios y atraer capital extranjero. El MERCOSUR no fue una excepción en este sentido. En la actualidad, la literatura sobre desarrollo ha vuelto a enfatizar la importancia de las políticas industriales orientadas a desarrollar ventajas comparativas potenciales. En particular, se enfatizan las iniciativas relacionadas con la explotación de las externalidades en el proceso de descubrimiento de nuevas actividades (“auto-descubrimiento”, Hausmann *et al.*, 2005) y las intervenciones orientadas a solucionar fallas de coordinación a los efectos de facilitar la formación de *clusters* (Rodríguez-Clare, 2005). En el MERCOSUR existen algunas iniciativas que en relación con esto, pero los esfuerzos son aislados y los gobiernos no han mostrado una gran voluntad en su apoyo a las mismas. Aunque es necesario reconocer que la implementación de políticas industriales no es sencilla y los recursos públicos asignados a ellas pueden fácilmente ser capturados por grupos de interés. Para prevenir este hecho, sería necesario lograr un nivel adecuado de articulación de las burocracias públicas nacionales de forma que sea posible decidir sobre la viabilidad y rentabilidad de los proyectos en un marco protegido hasta donde sea posible de presiones provenientes tanto del ámbito de los intereses privados como de la política.

El MERCOSUR ha dado pasos que se orientan en la dirección que marca la estrategia que hemos sugerido. Los estudios de caso llaman la atención sobre la necesidad de consolidar y reforzar las iniciativas en la línea del FOCEM (fondo orientado a la convergencia estructural y el fortalecimiento institucional) y las

iniciativas relacionadas con energía, biocombustibles, apoyo a las pequeñas y medianas empresas y la innovación. Por otra parte, es necesario reforzar y armonizar la relación del MERCOSUR con la Iniciativa para la Integración de la Infraestructura Regional Suramericana (IIRSA) y movilizar financiamiento a través de entes regionales de financiamiento (en la actualidad se trabaja en el Banco del Sur). En línea con las iniciativas asiáticas en el plano del manejo de reservas, habría que reforzar todas aquellas políticas que permitan liberar recursos para el crecimiento, como en el caso de la utilización de las monedas regionales para el comercio. Las iniciativas existentes, sin embargo, parecen tímidas a la luz tanto de la disponibilidad actual de recursos como de la necesidad de cerrar la brecha de productividad con el mundo desarrollado y dar respuesta al reto asiático en los mercados de exportación industrial.

En suma, cuando se constata que además de la disponibilidad de recursos es necesario eliminar las restricciones que ponen la economía política, la falta de instrumentos de política y un aparato burocrático no muy eficiente, elaborar propuestas a nivel regional puede aparecer como una oportunidad. Es vital para la región encontrar la forma de no desaprovechar la bonanza actual y capitalizarla canalizando más recursos para el crecimiento, más allá de los conflictos de interés domésticos que al introducir rigideces tanto por el lado del gasto como de la estructura tributaria impiden que la bonanza se traduzca en una ampliación substancial del espacio fiscal para el crecimiento.



2

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN ARGENTINA

Ramiro Albrieu
Eduardo Ariel Corso
José María Fanelli*

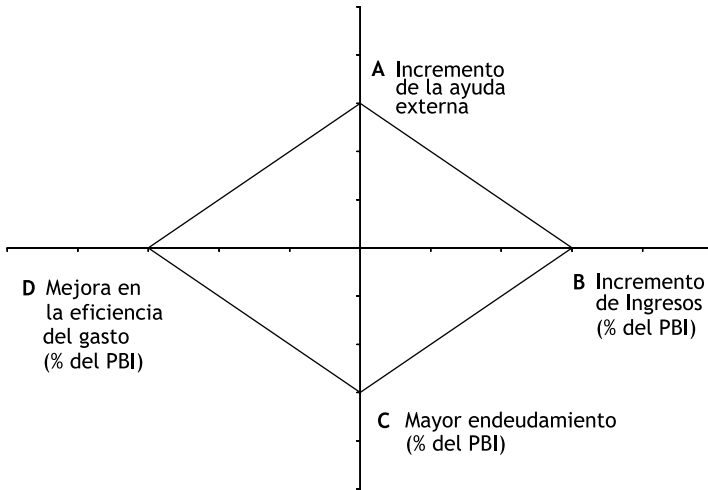
[illegible]

Varios factores han actuado como determinantes de esta nueva situación fiscal. A modo expositivo, dentro de este conjunto de factores podemos distinguir entre aquellos que afectaron los recursos del sector público y los que implicaron cambios en la estructura de gasto. Entre los componentes del primer subconjunto de factores podemos mencionar: A) las altas tasas de crecimiento alcanzadas por la economía a partir del año 2003. B) La implementación en etapas tempranas de la crisis de una serie de tributos distorsivos (gravámenes al comercio exterior y a las transacciones financieras) que cobrarían relevancia como herramientas recaudatorias durante el período de fuerte crecimiento económico. C) La mayor formalidad que fue alcanzando el mercado de trabajo durante el período 2003-2007. D) El fuerte incremento observado en el valor de las exportaciones del país. Sobre este último punto confluyeron un conjunto de causas.

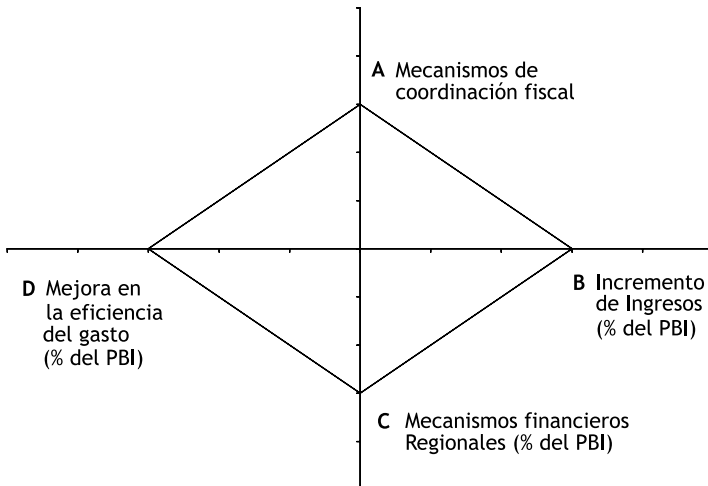
En primer lugar, la ganancia de competitividad precio que implicó el régimen monetario-cambiario establecido en el período 2002-07 (régimen que tuvo variaciones durante el período). En segundo lugar, el incremento observado en los precios internacionales de los principales productos exportados por la Argentina. Sin embargo, como hemos mencionado previamente, esta nueva situación fiscal no puede ser sólo caracterizada por aquellos factores que implicaron cambios en los recursos del sector público, sino también en sus gastos. Al respecto, el principal cambio observado luego de la crisis de la convertibilidad ha sido el efecto de la reestructuración de la deuda pública sobre las erogaciones corrientes del sector. En efecto, luego de anunciar el incumplimiento de la estructura contractual de la deuda pública a fines de 2001, el gobierno argentino enfrentó un proceso de reestructuración unilateral de su deuda que finalizó en el primer trimestre de 2005. Como resultado del mismo, se aplicó una quita sobre el capital de la deuda pública involucrada. Esta quita fue instrumentada mediante la colocación de un monto inferior de nueva deuda, a mayor plazo. De esta manera, el proceso implicó un cambio profundo en las erogaciones de intereses. Luego del finalizar la década del noventa con una creciente presión de los pagos de intereses sobre los gastos corrientes totales del sector, la cesación de pagos, seguida por la reestructuración unilateral de la deuda pública redujo sensiblemente este monto, aliviando el resultado financiero del sector.

En este contexto, este trabajo es evaluar las oportunidades que esta nueva situación fiscal genera para la coordinación de políticas a nivel regional en pos de fomentar el crecimiento económico en el MERCOSUR. Los elementos analíticos utilizados en el trabajo serán articulados mediante la noción de espacio fiscal para el crecimiento. La literatura especializada denomina espacio fiscal a los recursos en el presupuesto del sector público que proveen los medios necesarios para el gasto deseado sin alterar la sostenibilidad de su posición financiera o la estabilidad de la economía (ver Heller, 2005; Heller *et al.*, 2006). El Banco Mundial (2006) ha propuesto una metodología para caracterizar el espacio fiscal existente. El núcleo de la misma es un “diamante” que identifica las vías para crear mayor espacio fiscal. El diamante tiene en sus vértices cuatro factores: mayor endeudamiento, aumento de los recursos tributarios, incremento de la ayuda externa, y mejora en la eficiencia del gasto (ver grafico I.1).

Si bien este enfoque de espacio fiscal es útil para países de menor desarrollo, para las hipótesis que queremos testear en este trabajo —que involucra países de ingreso medio que están pasando por una situación de cierta holgura en su liquidez externa— hay que realizar algunos cambios. Más específicamente, si bien la mejora en la eficiencia del gasto y los ingresos tributarios son críticas, los otros dos elementos deben ser modificados. En primer lugar, dado que la ayuda externa no es un factor relevante para países como Uruguay, Brasil o la Argentina, la reemplazamos por otro factor extra-nacional que puede potencialmente jugar un papel en la creación de espacio fiscal para crecer en el MERCOSUR: los “Mecanismos de coordinación fiscal regional”. En segundo lugar, dado que en la situación actual la

Gráfico I.1

región está exportando capitales y acumulando reservas, un mayor endeudamiento no es necesario para generar espacio fiscal. En función de esto, reemplazamos ese factor por “Mecanismos financieros regionales” orientados a mejorar la asignación del ahorro externo y el manejo de los riesgos y la liquidez internacional (ver gráfico I.2).

Gráfico I.2

A partir de esta noción integradora de espacio fiscal, en el presente trabajo se analizarán los determinantes del cambio en la situación fiscal de la argentina durante el período posterior a la crisis, y cómo esta nueva situación puede traducirse en un mayor espacio fiscal. En este sentido, se evaluará el grado de sostenibilidad de la deuda del sector y, se evaluarán las oportunidades que el mayor espacio fiscal y la mayor disponibilidad de liquidez externa han creado para lograr coordinación a nivel regional con el objeto de generar nuevas oportunidades de crecimiento.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente manera: En la sección II se caracteriza el nuevo espacio fiscal en la Argentina. Para ello se analizarán detalladamente los principales factores que incidieron en los recursos y gastos del sector durante el período 2003-2007. En la sección III realizará un análisis de la sostenibilidad de la deuda del sector, utilizando métodos estocásticos. En la sección IV se analizarán los efectos de la reestructuración de la deuda y el nuevo régimen macroeconómico en este nuevo espacio fiscal. Por último, en la sección VI se presentan las conclusiones.

II. EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS FISCALES

II.1 Trayectoria reciente

Luego de la crisis de 2002, la economía argentina se embarcó en un proceso de recuperación económica que no tiene precedentes en la historia reciente del país. El bajo traslado a precios de la devaluación y un régimen cambiario que procuró mantener la paridad de la divisa depreciada respecto al dólar en relación al período previo, determinaron un cambio de precios relativos que incentivó la demanda externa de bienes transables, generando un fuerte incremento en el saldo comercial argentino. La significativa mejora en el intercambio comercial, conjuntamente al incumplimiento en las obligaciones de pago por parte del sector público, significó una mejora en el saldo de cuenta corriente.

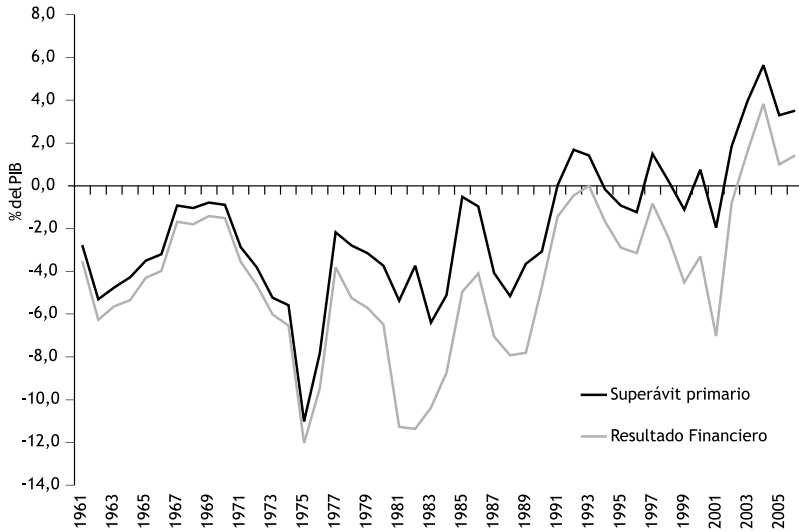
Durante los meses que siguieron a la crisis, a medida que el tipo de cambio nominal se estabilizó, las expectativas de depreciación fueron menguando en la segunda mitad de 2002 y principios de 2003. De esta manera, la demanda voluntaria de activos financieros domésticos comenzó a normalizarse, y con ello el saldo negativo de cuenta financiera. En consecuencia, el mercado de cambios paulatinamente comenzó a mostrar un exceso de oferta de divisas. Dado su objetivo de mantener el tipo de cambio estable y depreciado, la autoridad monetaria comenzó intervenir en el mercado de cambios. Con el país en su conjunto acumulando activos externos y un banco central interviniendo en el mercado de cambios, el período se caracterizó por un constante aumento en las reservas por parte del banco central.

La recuperación del nivel de actividad, un régimen cambiario que incentivó la competitividad precio de la economía y la disminución del pago de intereses de la deuda pública como consecuencia de la cesación de pagos, implicaron una mejora en los resultados fiscales a partir de 2002, sin precedentes en la historia argentina de los últimos cuarenta años (ver gráfico II.1).

Como puede observarse en el gráfico, el resultado financiero del sector público argentino fue estructuralmente negativo en el período 1961-2001, a pesar de la sustancial mejora en el resultado primario durante la década del noventa. Sin embargo, el desempeño de las cuentas públicas con posterioridad a la crisis de 1990 implicó un quiebre estructural en la serie histórica.¹ En particular, desde la salida de la convertibilidad se registra una trayectoria superavitaria que es en

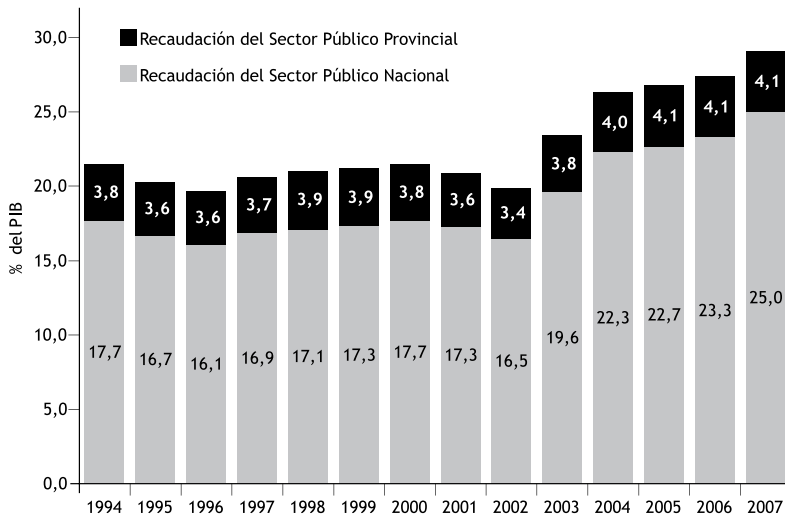
1 Si tomamos dos períodos (1961/1991 y 1992/2006) podemos ver que el valor promedio de los superávits fiscales primario y financiero son estadísticamente diferentes. Véase el apéndice I.

Gráfico II.1
Evolución del resultado primario y financiero argentino (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Gráfico II.2
Evolución de la presión tributaria (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

sí novedosa. Los elementos que permitieron esta mejora en los flujos del sector fueron el resultado de cambios en el contexto macroeconómico, como así también innovaciones particulares en la política fiscal. Con respecto a este último punto, dos elementos centrales son la implementación y mantenimiento de nuevos tributos, y la renegociación de la deuda pública. En lo que resta de la presente subsección nos enfocaremos en detalle sobre ambas cuestiones.

Durante el período 2003-2007, la presión tributaria del sector público argentino aumentó más de 5 puntos porcentuales del PIB respecto al período 1994-2002. Esta variación en términos recaudatorios se debió principalmente al desempeño del sector público nacional. En el gráfico II.2 se observa la evolución de la presión tributaria discriminada entre nación y provincias.

Las causas de este incremento están profundamente ligadas a la evolución de variables macroeconómicas relevantes (producto, inflación, empleo registrado, tipo de cambio y salarios) pero también a los cambios en la legislación tributaria que incorporó impuestos considerados de “emergencia” durante el período de crisis, y que fueron mantenidos hasta la actualidad debido a su eficiencia recaudatoria. Nos referimos en particular al impuesto a los débitos y créditos bancarios y a las retenciones a las exportaciones. Tanto los impuestos a los débitos y créditos como a las exportaciones son impuestos distorsivos que gravan a las transacciones financieras con una alícuota del 7 por mil y a las exportaciones con alícuotas que van desde el 4% al 45% dependiendo del tipo de productos de que se trate. Estos dos nuevos tributos han aportado más del 17% de la recaudación del Sector Público Nacional durante el período 2001-2007. Esto implica un aporte del 4,4% de la presión tributaria (correspondiendo 1,9% a los débitos y créditos y 2,5% a los derechos de exportación).

A pesar de la creciente participación que estos tributos “no tradicionales” han tenido durante los últimos años, el sistema tributario argentino continúa emplazado sobre sus dos pilares fundamentales: el impuesto a las compras de bienes (IVA) y a las ganancias de personas y empresas. Estos dos tributos representaron conjuntamente más del 50% de la recaudación total en el período 2001-2007.

En el caso del IVA (tributo asociado a la evolución del consumo y al nivel de precios) su participación cayó de manera constante desde 1996 en adelante, alcanzando valores mínimos en 2002-2003. De allí en adelante, se ha observado una recuperación en su participación, aunque aún se encuentra considerablemente por debajo de los niveles observados en 1996. En el caso del impuesto a las ganancias, se observó una participación creciente durante la última década, sólo interrumpida por la crisis de 2002.

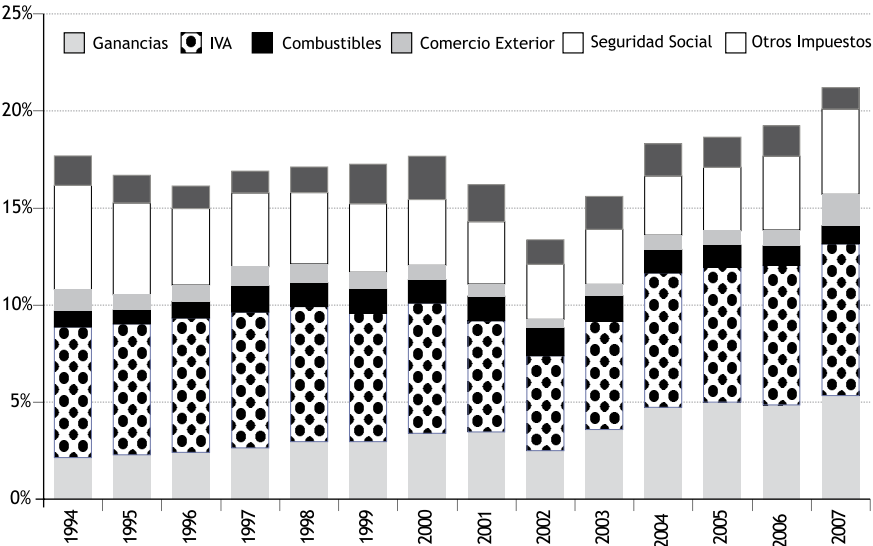
La creciente participación de los tributos no tradicionales alcanzó en 2006 el 20% de la recaudación total. El importe recaudado durante 2006 equivale a dos veces el resultado financiero del período. El cuadro II.1 y el gráfico II.3 comparan

Cuadro II.1
Evolución de la presión tributaria nacional (% del PIB)

Periodo	Ganancias %	IVA %	Débitos y Créditos %	Combustibles %	Comercio Exterior %	Seguridad Social %	Otros %	Total %
1994	2,1	6,7	0,0	0,8	1,1	5,4	1,5	17,7
1995	2,3	6,8	0,0	0,7	0,8	4,7	1,4	16,7
1996	2,4	6,9	0,0	0,9	0,9	4,0	1,2	16,1
1997	2,6	7,0	0,0	1,3	1,0	3,8	1,1	16,9
1998	2,9	7,0	0,0	1,2	1,0	3,7	1,3	17,1
1999	3,0	6,6	0,0	1,3	0,8	3,5	2,0	17,3
2000	3,4	6,7	0,0	1,2	0,7	3,4	2,2	17,7
2001	3,5	5,7	1,1	1,3	0,6	3,2	1,9	17,3
2002	2,5	4,9	1,6	1,4	2,0	2,8	1,3	16,5
2003	3,6	5,6	1,6	1,3	3,0	2,8	1,7	19,6
2004	4,7	6,9	1,7	1,2	3,0	3,0	1,7	22,3
2005	5,0	6,9	1,8	1,1	3,1	3,3	1,6	22,7
2006	4,9	7,2	1,8	1,0	3,1	3,8	1,6	23,3
2007	5,3	7,8	1,9	0,9	3,4	4,4	1,1	24,9

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Gráfico II.3
**Evolución de la presión tributaria nacional sin derechos
de exportación, ni débitos y créditos (% del PIB)**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

la evolución de la presión tributaria del sector público nacional con y sin derechos de exportación y tributos a los débitos y créditos bancarios.

Tal como puede observarse, la presión tributaria del gobierno nacional se incrementó durante el período 2003-2007 5,3 puntos porcentuales, alcanzando al 25% del PIB. Sin embargo, si no se contabilizan los tributos distorsivos, este incremento asciende a 3% del PIB. En términos de los resultados del sector público, la no contabilización de estos tributos *ceteris paribus* los demás componentes de la recaudación y los gastos, implicaría la extinción del resultado primario de 2007. Es justamente la eficiencia que han mostrado estos tributos como herramientas recaudatorias las que motivaron su mantenimiento en un período de alto crecimiento, cuando originariamente habían sido concebidos como tributos de “emergencia”.

En consecuencia, de la descripción de la evolución de los recursos tributarios podemos esbozar la siguiente conclusión relacionada con la evolución del espacio fiscal argentino con posterioridad a la crisis de 2002: los dos pilares sobre los que se basó el incremento en la presión tributaria fueron la incorporación de impuestos denominados “de emergencia”, mantenidos en el tiempo dada su eficiencia recaudatoria, y la recuperación de los tributos tradicionales como consecuencia del mayor nivel de actividad del período.

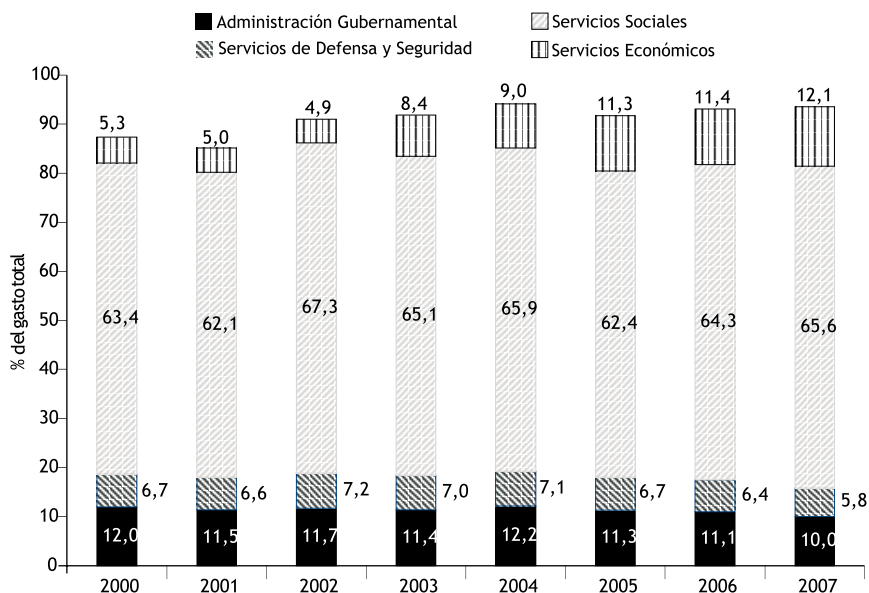
II.2 Trayectoria fiscal pro-crecimiento

Una mayor holgura fiscal afecta *per se* al crecimiento, en tanto reduce la probabilidad de crisis. Aparte de este *efecto indirecto*, siguiendo el enfoque de los modelos de crecimiento endógeno, podemos considerar que las cuentas fiscales afectan de *forma directa* a la trayectoria de crecimiento. Mientras que en los modelos de crecimiento exógeno la política fiscal no puede afectar la tasa de crecimiento del producto (Solow, 1956), en los modelos de crecimiento endógeno como el de Barro (1990) esto sí es posible. La política fiscal tiene un rol para jugar en el largo plazo. La misma afecta el crecimiento de la economía por distintos canales: 1) Aumentando la productividad de la inversión privada (gasto público en infraestructura y educación, generación y apoyo a la I+D, ver Lucas, 1988; Barro, 1990; Aghion y Howitt, 1992), 2) generando desplazamiento de la inversión privada (Devarajan *et al.*, 1996) o generando redistribución de la riqueza la que a su vez afecta el crecimiento (Persson y Tabellini, 1994). A continuación nos concentraremos en el punto (1) anterior.

Cuando se analiza la evolución del gasto público consolidado por finalidad durante el período 2002-2007, se observa que los componentes correspondientes a Servicios Sociales, Servicios Económicos y Deuda Pública presentan variaciones significativas.

Durante el período de la crisis, la participación del gasto público en servicios sociales incrementó su participación en 5,2% (ver gráfico II.4), alcanzando el 67,3% del gasto total en 2002. Este incremento es el resultado de la aplicación de distintas medidas tendientes a mitigar el efecto social de la crisis económica. En los años siguientes, la participación disminuyó suavemente ubicándose en 2005 en torno del 62,4%. Sin embargo, durante el año 2006 la participación de esta finalidad mostró un incremento del 1,9%, alcanzando el 64,3% del total. Este incremento fue el resultado de mayores erogaciones en educación y cultura, como así también de los incrementos en los haberes jubilatorios, mayores asignaciones familiares y gasto en obras sociales.

Gráfico II.4
Evolución del gasto público consolidado por finalidad
(% del gasto total)



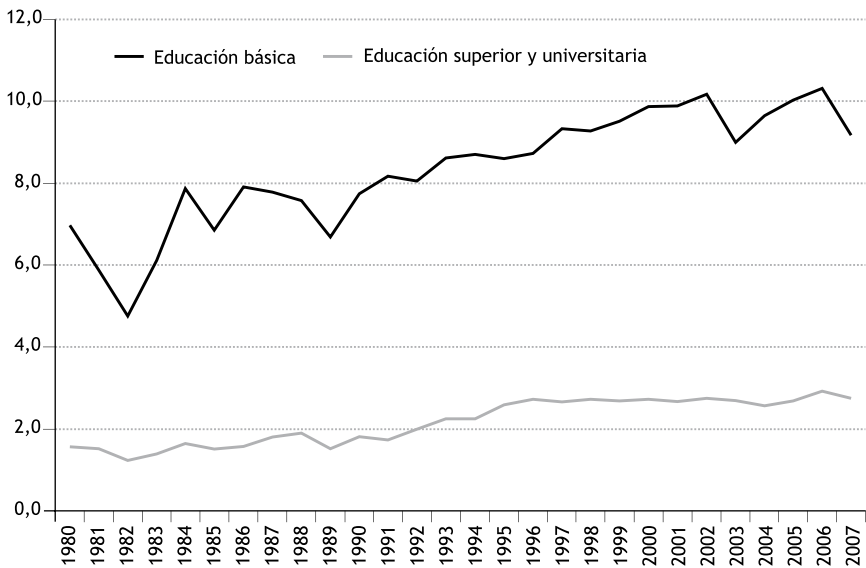
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Con respecto a la evolución del gasto público en servicios económicos, se observa un aumento de la participación a partir de 2003. Estas variaciones estuvieron originariamente vinculadas con elementos generados durante el período de crisis. Por ejemplo, durante el 2003 el incremento observado responde fundamentalmente al rescate de LECOP por parte del gobierno nacional. De la misma manera, en 2005 el incremento se debió fundamentalmente a transferencias a entidades financieras correspondientes a la pesificación asimétrica. Sin embargo, durante los últimos

años los incrementos registrados en la participación están directamente vinculados con mayores transferencias al sector transporte, energía, combustibles y minería, en concepto de subsidios. Esta tendencia creciente de las transferencias a empresas vinculadas con los servicios públicos continuó a mayores tasas durante 2007. Adicionalmente, los subsidios al sector privado se vieron reforzados durante el último año como consecuencia de la implementación de un mecanismo destinado a otorgar subsidios al consumo interno, a través de industriales y operadores que venden en el mercado interno productos derivados del trigo, maíz, girasol y soja.

Con respecto específicamente a aquel gasto que puede implicar complementariedad o incentivos a la inversión, debe mencionarse que durante las últimas se ha observado una tendencia creciente en la participación de los gastos en educación.

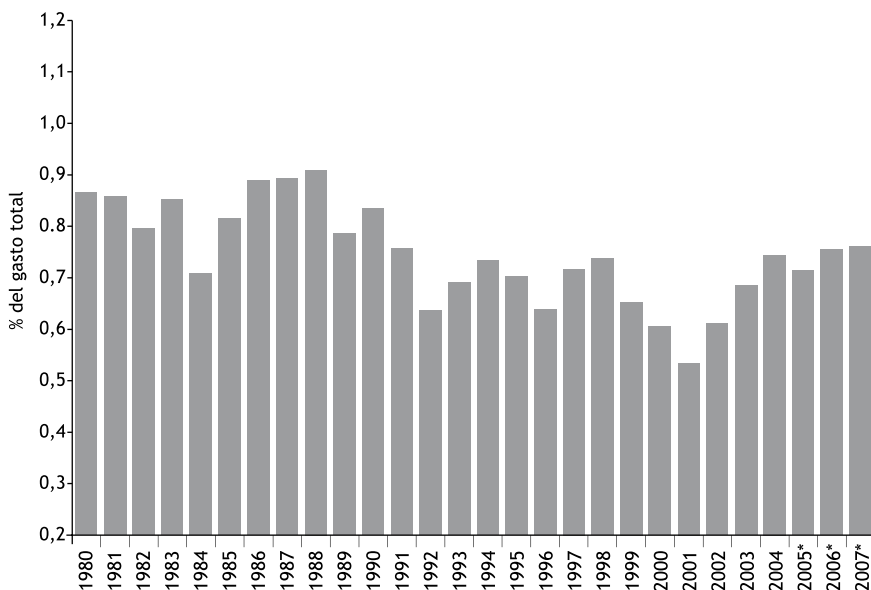
Gráfico II.5
Evolución del gasto público en educación
(% del gasto total)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Como puede observarse en el gráfico II.6, los valores de las participaciones de los gastos en educación se encuentran en los niveles más altos de las últimas tres décadas. Sin embargo, no se observa lo mismo en el caso de los gastos en ciencia y técnica. En este último caso, si bien a partir de la crisis de 2001-2002 se observa una marcada recuperación de la participación sobre los gastos totales, la tendencia de los últimos 30 años es decreciente.

Gráfico II.6
Evolución del gasto público en ciencia y técnica
(% del gasto total)

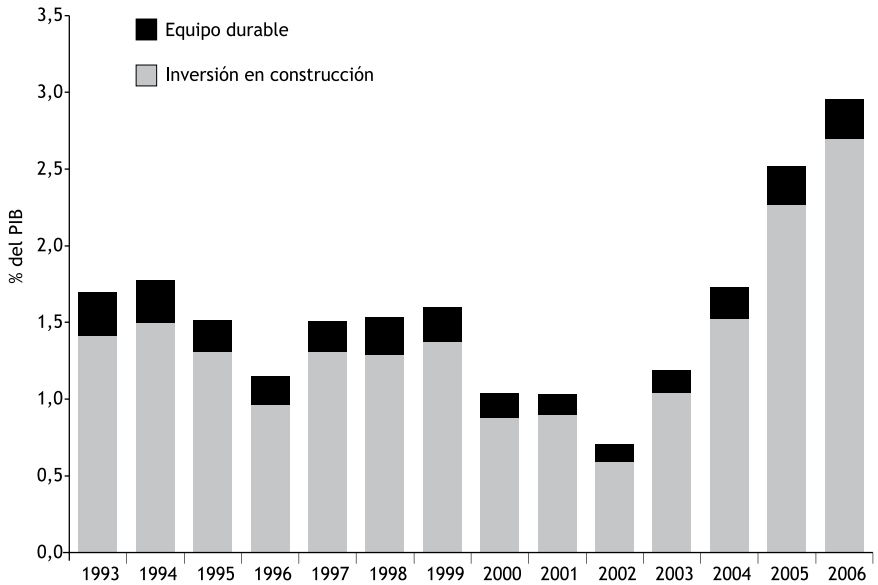


Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Por último, en el caso de la inversión pública se observa un fuerte incremento en el período 2003-2007. En términos del PIB, la inversión pública pasó de 0,7% en 2002 a 3,2% (ver gráfico II.7) en 2007. Esto implica que el incremento en el ahorro del sector público fue acompañado de un incremento en la inversión, aunque en menor magnitud, hecho que explica la existencia de un resultado financiero positivo.

De esta manera, en función de la descripción de la evolución del gasto público realizada previamente, obtenemos las siguientes conclusiones. Primero, que el mayor espacio fiscal observado en el período 2003-2007 no fue acompañado de un marcado incremento en la participación de los gastos en educación sobre los gastos totales. Sólo en el caso de educación superior se observa un leve incremento en la participación respecto a los niveles observados durante la segunda mitad de los noventa. Segundo, que si bien durante el período se observa un incremento en la participación de los gastos en ciencia y técnica sobre las erogaciones totales, la participación no alcanza los niveles observados durante la década del ochenta, y es levemente superior a los valores de los noventa. Tercero y último, que el período se caracteriza por una marcada recuperación de la inversión pública.

Gráfico II.7
Evolución del ratio inversión pública / PIB



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Las participaciones observadas resultan significativamente superiores a las de la década previa. En términos de sus componentes, la recuperación de la inversión pública está concentrada en infraestructura.

III. ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA Y RÉGIMEN CAMBIARIO

III.1 Estructura de la deuda pública y espacio fiscal

Hemos visto más arriba las modificaciones recientes en el espacio fiscal de argentina en lo referido a los *flujos* del gobierno. Sin embargo, en muchas ocasiones el espacio fiscal se ha visto afectado por las características de la matriz de acreencias y obligaciones del gobierno, i.e. los stocks. Los problemas de alto endeudamiento y de descalce, tanto de monedas como de plazos, han estado en el centro de las crisis macroeconómicas y por esta vía han afectado al crecimiento económico. Esta subsección se dedicará entonces a estudiar los cambios en el patrón de endeudamiento del estado argentino y sus efectos sobre el espacio fiscal.

La declaración de cesación de pago de la deuda pública no involucró a la totalidad de los pasivos del sector. En términos generales, exceptuó a aquellas emisiones de deuda resultantes del colapso de la convertibilidad y a ciertas obligaciones que componían una parte significativa de los activos de las entidades financieras locales, y que habían sido emitidas durante los dos años previos a la crisis, en un contexto de creciente dificultad para colocar deuda en los mercados internacionales. Estos instrumentos no *defaulteados* fueron pesificados. En otras palabras, si bien no se dejaron de pagar las obligaciones contractuales sobre estos instrumentos, de hecho el contrato se vio vulnerado al modificarse su moneda de denominación. Tras una dura negociación con los acreedores externos, el canje de la deuda en cesación de pagos comenzó hacia fines de 2004 y culminó en marzo de 2005. El monto de deuda defaultada fue de aproximadamente el 53,6 % del stock de deuda pública bruta al 31 de diciembre de 2004.

En términos de niveles, los títulos públicos defaulteados y “elegibles” para ser reestructurados en el marco del canje de deuda ascendía a us\$ 81.836 millones. La oferta de canje implicaba la emisión de nueva deuda con fecha 31 de diciembre de 2003. La propuesta del gobierno argentino establecía un monto máximo de emisión de nueva deuda por us\$ 38.500 millones en el caso de que la aceptación fuera inferior o igual al 70%, y us\$ 41.800 millones en el caso que la aceptación fuera superior a ese porcentaje. La deuda elegible constaba de 152 bonos, que serían canjeados por 3 nuevos instrumentos: Los bonos par, los bonos cuasipar y los bonos con descuento. Los montos a emitir de cada uno de estos instrumentos dependerían del escenario de aceptación (con excepción de los bonos cuasipar que tenían como destino a las AFJP). Todos los bonos a emitirse, en ambos escenarios previstos, incorporaban adicionalmente Unidades Ligadas al Crecimiento del PBI, cuyo pago sería contingente a la evolución de la economía.

El monto de deuda que ingresó al canje alcanzó el 76.14% de los bonos “elegibles” (us\$ 62.318 millones) constituyéndose *holdouts* (deuda de aquellos acreedores que voluntariamente decidieron no ingresar al canje) por un total de us\$ 19.518 millones. Como resultado, el stock de deuda bruta del sector público nacional se redujo de us\$ 191.296 millones en diciembre de 2004 a us\$ 126.567 millones en marzo de 2005 (una reducción del 33.8%).

En reemplazo de los us\$ 62.318 millones en bonos en cesación de pagos que ingresaron al canje de deuda, se emitieron us\$ 35.262 millones de nuevos bonos par, cuasi-par y con descuento. Estos bonos son a tasa fija, y las principales características de su estructura financiera se presentan en el cuadro III.1.

El cuadro III.2 muestra el detalle de los nuevos instrumentos emitidos respecto a la moneda y legislación. Como puede observarse, el mayor porcentaje (44%) corresponde a instrumentos emitidos en moneda nacional, y el 49,2% (44% + 5,1%) a legislación argentina.

El canje de deuda no implicó cambios significativos en la composición entre tasa fija y variable. Mientras que en el cuarto trimestre de 2001 el porcentaje de la deuda pública a tasa fija era del 60,2%, en el tercer trimestre de 2005 (primer trimestre posterior al canje), este porcentaje ascendía al 63,2%, y a 65,5% en el tercer trimestre de 2006. Donde sí implicó cambios significativos es en la composición por moneda, en el nivel de la tasa promedio ponderada por instrumento, y en la vida promedio de la deuda. Estos elementos serán relevantes para el impacto del canje sobre la sostenibilidad de la deuda pública, tema que abordaremos en la sección IV.

Con respecto a la composición por moneda, en diciembre de 2001 el 66% de la deuda bruta del sector público nacional se encontraba denominada en dólares, y tan sólo el 3,0% en pesos. Con posterioridad al canje de comienzos de 2005 este porcentaje se modificó sustancialmente. La deuda pública denominada en pesos pasó a representar el 37% del total, igual porcentaje que la deuda en dólares (ver cuadro III.3).

Respecto a las modificaciones de la tasa promedio ponderada, para el total de la deuda pública pasó de 6,4% en el cuarto trimestre de 2004 a 3,4% en el tercer trimestre de 2005. En términos de la desagregación por instrumentos, el mayor cambio se observó en los títulos (ver cuadro III.4).

Por último debe mencionarse que la vida promedio de la deuda pública se incrementó desde un promedio de 5 años en el primer trimestre del 2005 a 13 años en el tercer trimestre de 2006. La conclusión que se desprende del análisis previo es la siguiente. El canje de la deuda pública argentina finalizado en el primer trimestre de 2005 implicó un cambio sustancial en términos de moneda, tasa y vida promedio de la deuda. Sin embargo, a pesar de la magnitud de la quita sobre el valor nominal de la deuda original, Argentina continúa teniendo un alto nivel de endeudamiento.

Cuadro III.1
Característica de los nuevos bonos emitidos en el canje

Bono	Emisión (en miles de millones)		Descuento %	Cupón Anual %	Vencimiento (año)	amortización (comienza año)	Observaciones		
	Escenario I (*) u\$s	Escenario II (**) u\$s							
Par	10,0	15,0	0,0	Creciente	2038	2029	Cupón 1,33% los primeros 5 años; 2,50% del año 6 al 15; 3,75% del año 16 al 25; 5,25% en adelante. Pagos de amortización semestrales iguales.		
Descuento	20,2	18,5	66,3	8,3	2033	2024	Año	Cash	Capit.
							1 al 5	3,97%	4,31%
							6 al 10	5,77%	2,51%
Cuasi-par	24,3	24,3	30,1	3,3	2045	2036	11 al 30	8,28%	0,00%
							Capitalización del cupón de interés durante los 10 primeros años. Pagos de amortización semestrales. El capital se ajusta por CER.		

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Cuadro III.2
Características de la nueva deuda (por moneda y legislación)
(Millones de us\$)

Bono	Dólares		Euros	Yenes	Pesos	Total
	Ley NY	Ley Arg.	Ley U.K.	Ley Japón	Ley Arg.	
Par	5313	1426	6391	196	1854	15000
	15,10%	3,50%	18,10%	0,60%	5,30%	42,60%
Discount	3088	566	2879	54	5345	11932
	8,80%	1,60%	8,20%	0,20%	15,20%	34,00%
Cuasi-par					8329	8329
					23,40%	23,40%
Total	8401	1812	9270	250	15528	35262
	23,80%	5,10%	26,30%	0,70%	44,00%	100%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Cuadro III.3
Composición de la deuda pública bruta por moneda
(pre y post canje)

Moneda	Dic-01 %	Abr-05 %
Pesos	3,0	37,0
Dólares	66,0	37,0
Euros	15,0	14,0
Yenes	3,0	2,0
Resto	13,0	10,0

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Cuadro III.4
Tasa promedio ponderada de la deuda pública por instrumento
(pre y post canje)

Instrumentos	2004 IV %	2005 III %
Tasa promedio ponderada	6,4	3,4
Títulos públicos	8,3	2,6
Bonos y pagarés emitidos en moneda nacional	2,0	2,1
BODEN emitidos en dólares estadounidenses	2,0	4,0
Títulos emitidos en dólares estadounidenses(*)	11,6	2,4
Bonos emitidos en otras monedas	8,7	2,0
Préstamos garantizados	4,2	4,2
Organismos internacionales	4,5	5,0
Organismos oficiales	4,3	4,4
Banca comercial	4,9	5,5
Deuda garantizada	2,0	2,0

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Como veremos en la próxima sección, si bien en términos de sostenibilidad el canje implicó un cambio sustantivo, el alto nivel de endeudamiento que aún presenta el país es un punto a tener en cuenta como condicionante del mayor espacio fiscal alcanzado.

III.2 Régimen monetario-cambiario y espacio fiscal

En la Argentina las crisis asociadas a episodios de fragilidad externa fueron en realidad el reflejo de los problemas del sector público para hacer frente a sus obligaciones de deuda con el sector externo. En ese sentido, el régimen cambiario importa al espacio fiscal porque influye en cuánta liquidez internacional posee el país y adicionalmente afecta a la distribución doméstica o interna de dicha liquidez. En lo que sigue estudiaremos las principales características del régimen cambiario implementado en los últimos años.

El contexto en el cual la devaluación de diciembre de 2001 se llevó a cabo determinó una moderada sobre-reacción del tipo de cambio nominal y un bajo traslado a precios de la devaluación. Dos elementos fueron fundamentales en este sentido. En primer lugar, férreas restricciones a la intermediación financiera

a través de la implementación del corralito y corralón bancarios (inmovilidad de los depósitos bancarios), que condicionaron la liquidez del sector privado no financiero, deteriorando la demanda de dólares. En segundo lugar, el contexto de demanda de bienes deprimida, alto desempleo y un mercado de trabajo que había sido expuesto a un prolongado proceso de desregulación. Estos elementos fueron piezas influyentes en la falta de respuesta de los salarios nominales al aumento de precios que implicó la devaluación.

Desde una perspectiva de precios relativos, aquellos sectores beneficiados por el abaratamiento de la divisa doméstica vieron incrementarse fuertemente sus márgenes (cf. Albrieu *et al.*, 2006). A medida que aumentaba la demanda externa por sus productos, los costos domésticos mostraron un incremento moderado, dada la frágil situación del mercado de trabajo. Este incremento en la rentabilidad de los sectores productores de transables fue el principal impulsor del proceso de recuperación a partir del tercer trimestre de 2002.

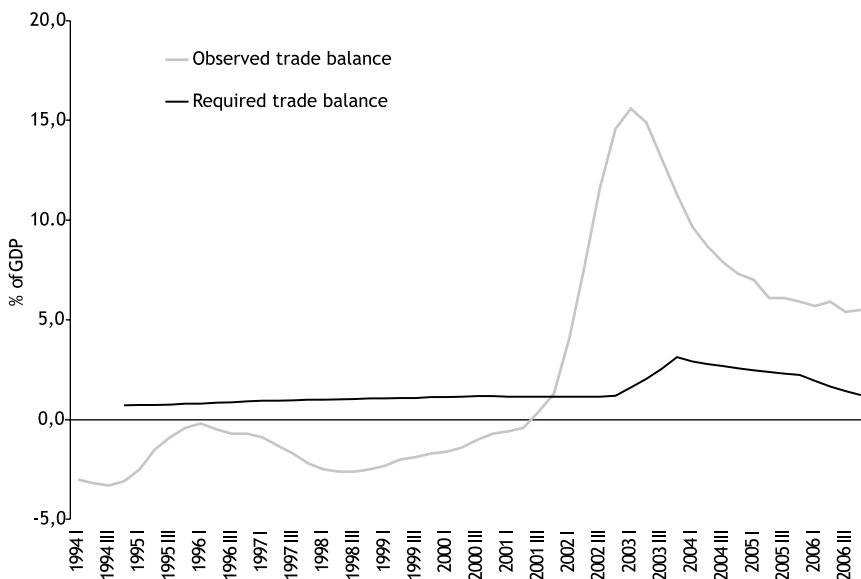
Durante los primeros meses que siguieron a la devaluación, la implementación de medidas tendientes a obligar a la liquidación de las divisas provenientes de las exportaciones en el mercado de cambios atenuó el aumento del tipo de cambio nominal. La combinación de un moderado *overshooting*, y el bajo traslado a precios de la devaluación desincentivaron las expectativas de depreciación, reduciendo la incertidumbre de corto plazo. De esta manera, los agentes comenzaron a recomponer la demanda por activos financieros domésticos. En este contexto, el incremento de los márgenes permitió el autofinanciamiento de la actividad productiva, cuando la intermediación bancaria era aún limitada.

A medida que el sostenimiento en el tiempo de los mayores márgenes de los sectores productores de bienes transables comenzó a tener efectos en el nivel de actividad, el tipo de cambio real alto comenzó a ser visto por los responsables de política como un posible objetivo deseable de política monetaria. La Argentina comenzó a experimentar un proceso de fuerte acumulación de divisas, provenientes de 1) un intercambio comercial estimulado por la depreciación del peso, 2) un escenario internacional favorable en términos de precios, 3) un menor pago de intereses al exterior como consecuencia del *default* de la deuda pública y posterior reestructuración y 4) una cuenta capital deficitaria, que paulatinamente se recomponía, a medida que se suavizaban las expectativas de depreciación de la moneda doméstica y se aceleraba el nivel de actividad.

Este proceso de acumulación de activos externos —resultante del superávit de cuenta corriente—, y la reestructuración de la deuda pública, implicaron una sustancial mejora en los indicadores de sostenibilidad externa. Un hecho remarcable y con pocos antecedentes en la historia del país, es que el superávit de cuenta corriente sobrevivió a la aceleración en el crecimiento y el aumento en el ratio de inversión / PIB. Esto, obviamente fue posible gracias a la significativa recomposición del ahorro doméstico, tanto público como privado.

Este resultado es muy llamativo en función de la evolución pasada de estas variables. La mejora en términos de la sostenibilidad externa puede ilustrarse aplicando el indicador que se presenta en la sección IV para el caso de la deuda pública y que se explica en el apéndice II. El gráfico III.1 muestra la evolución del superávit comercial requerido para mantener el ratio deuda externa / PBI constante. El cociente utilizado para finales de 2006 fue de 48,8%. Como puede apreciarse, mientras que el superávit requerido fue de 1,2% del PBI, el superávit efectivamente generado en 2006 fue del 5,5%. Bajo este criterio, la deuda externa total del país sería sostenible.

Gráfico III.1
Indicador de sostenibilidad externa (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Desde un punto de vista específico de la política monetaria, durante el período inmediatamente posterior a la crisis no era claro cual sería el régimen monetario-cambiario a implementar por parte de la institución monetaria rectora. Si bien a partir de 2003 el proceso de acumulación de reservas se aceleró, el nivel inicial del stock en el banco central era muy bajo, con lo que adoptar un régimen de tipo de cambio estrictamente fijo podría haber sido una opción muy riesgosa, incentivando comportamientos especulativos sobre el tipo de cambio. Por otra parte, establecer objetivos explícitos sobre precios en un contexto en el que los mecanismos de

transmisión de la política monetaria eran inexistentes resultaba inaplicable. De esta manera, la autoridad monetaria decidió simplemente continuar con la acumulación de divisas, sin establecer metas explícitas de ningún tipo.

Fue recién a partir del programa monetario 2003 donde se hizo explícita una meta sobre la base monetaria. Esta meta cuantitativa no implicó el establecimiento formal de un régimen de “target” monetario. De hecho, a mediados de 2003 la meta no fue cumplida, emitiéndose una “revisión” del programa. Paralelamente, el banco central profundizó los mercados de títulos propios (LEBAC) y de pases, haciéndose de instrumentos de política (más allá de la intervención en el mercado de cambios) para regular el nivel de base monetaria. De esta manera, el cumplimiento de estas metas originariamente tentativas fueron cobrando relevancia en el mensaje del banco central. A partir del año 2004 los programas monetarios del banco central aventuraron en su mensaje la importancia de dar cumplimiento a las metas superiores e inferiores explícitas sobre base monetaria, con el objeto que actuaran como “ancla” de las expectativas de los agentes, y dieran cierto grado de flexibilidad al manejo de política.

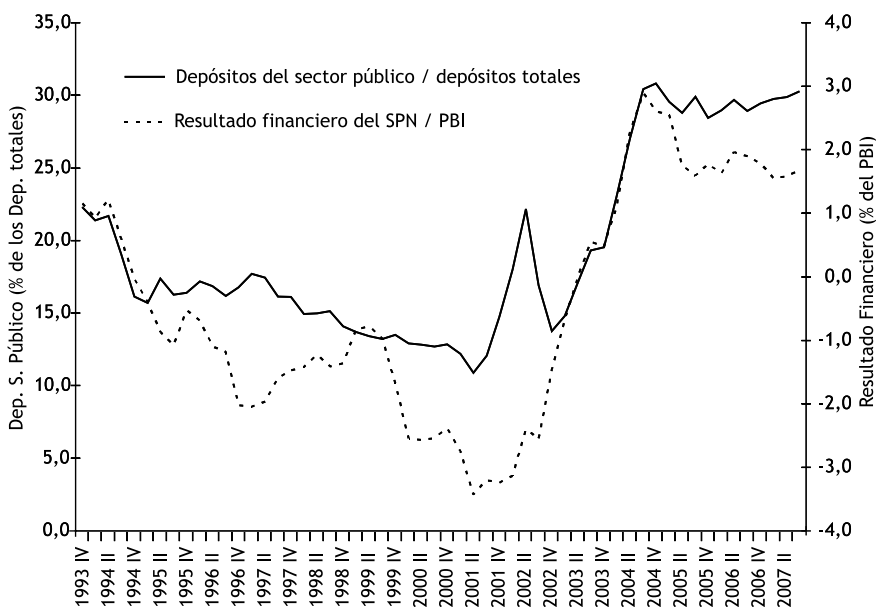
En el año 2006 se modificó la variable sobre la cual se establecería el “target” intermedio, sustituyéndose la base monetaria por M2. Desde el punto de vista de su representatividad sobre la demanda de dinero, la sustitución no carecía de sentido. En efecto, a medida que la economía crecía y se disipaba la incertidumbre de mediano plazo, la demanda de activos domésticos se profundizaba, y con ella la recomposición de la intermediación financiera. A pesar que el nivel de las transacciones bancarias se encontraba en franca recuperación, aún estaba en niveles muy lejanos respecto a los alcanzados en la década del noventa.

Si bien el reemplazo de la base monetaria por M2 como “target” intermedio tenía sentido dada la recomposición de la intermediación financiera, hubo determinantes tras esta decisión no menos significativos. En primer lugar, la creciente dificultad que enfrentaba la autoridad monetaria para estimar la demanda de dinero a medida que la inflación comenzó a acelerarse en 2006-2007. En segundo lugar, las crecientes dificultades que el banco central enfrentaba para esterilizar los efectos monetarios de la intervención en el mercado de cambios.

Estas dificultades se centraban en el paulatino incremento de la incertidumbre inflacionaria, que generaba una presión al acortamiento del plazo de los títulos. En este contexto, una política de esterilización activa a través de la colocación de títulos en el mercado primario implicaría convalidar mayores tasas de interés. Sin embargo, la autoridad monetaria se mostró reacia a hacerlo, revelando un posible conflicto entre el objetivo final de política del banco central, y del poder ejecutivo. Si ambas instituciones persiguieran un mismo objetivo de estabilidad de precios, no existirían razones para no desear convalidar mayores tasas. Sin embargo, dado que un objetivo prioritario para el poder ejecutivo era mantener un elevado crecimiento económico, la decisión de convalidar mayores tasas no parecía del todo deseable.

Dado este conflicto implícito en los objetivos de política, el mayor espacio fiscal resultó funcional a la política económica a través de tres elementos (cf. Albrieu y Corso, 2008). El primero es que la liquidez del sector público proveniente de sus resultados superávitarios cumplió un rol activo como fondeo del sistema financiero. En efecto, como puede observarse en el gráfico siguiente, el stock de depósitos del sector público en el sistema bancario muestra una alta correlación con los resultados del sector, alcanzando un monto superior al 30% de los depósitos totales (significativamente mayor a los valores observados durante la década del 90).

Gráfico III.2
Evolución de los depósitos del sector público

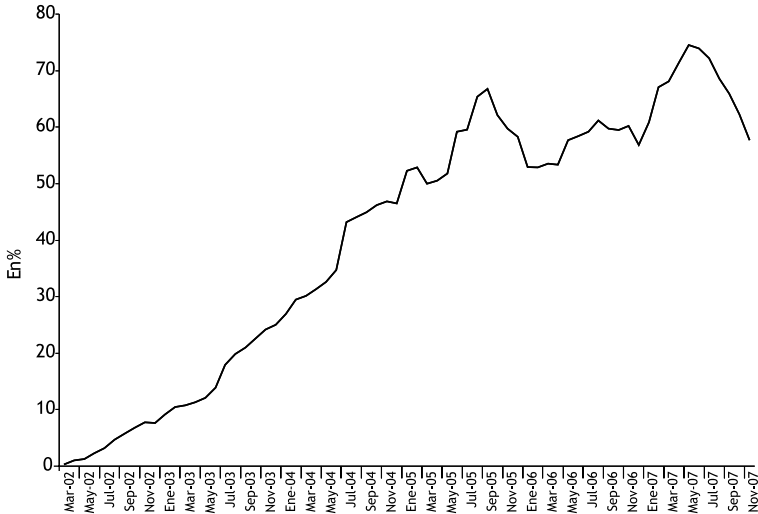


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

El segundo es que la política de esterilización llevada a cabo a partir del año 2002 implicó una creciente participación de los títulos del banco central y de pases pasivos en las hojas activas de las entidades financieras. En un contexto de fuerte expansión del nivel de actividad, y de una demanda de crédito que se recomponía a altas tasas, la política de esterilización pudo haber generado algún grado de efecto expulsión, limitando parcialmente la capacidad de otorgar préstamos por parte de las entidades financieras al sector privado. El gráfico III.3 muestra el ratio (Letras del Banco Central + Pases Pasivos)/ Préstamos en pesos al sector privado. Como

puede observarse, este ratio alcanza valores cercanos al 74% durante el tercer trimestre de 2007.

Gráfico III.3
Títulos + pases / préstamos al sector privado

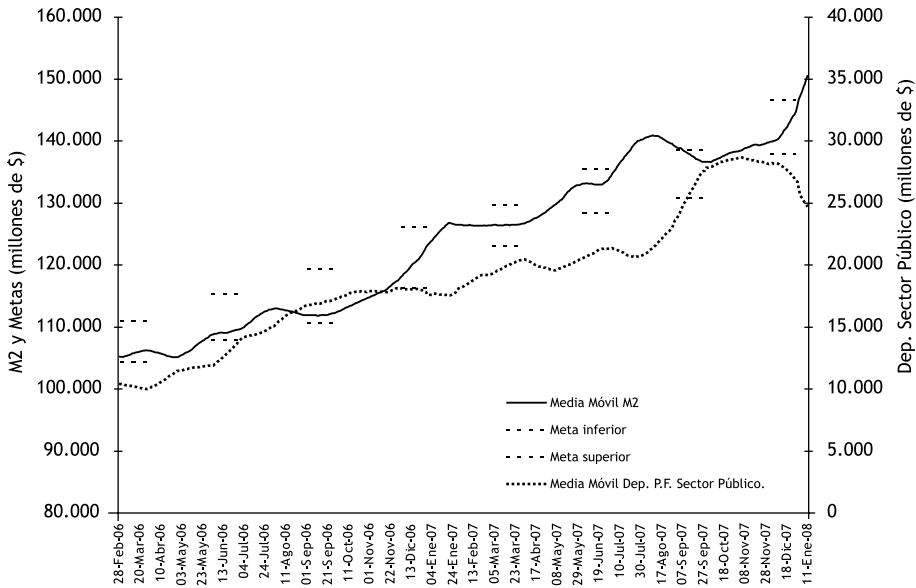


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Durante el año 2007, los depósitos totales del sector público fueron fundamentales para el cumplimiento de la meta sobre M2. Dado que este agregado monetario no incorpora los depósitos a plazo fijo, una medida comúnmente utilizada consistía en el incremento de los depósitos a plazo fijo del sector público en los bancos públicos, en detrimento de los depósitos a la vista durante los períodos en que el cumplimiento del programa monetario se dificultaba. La utilización de esta política alcanzó su punto máximo en el tercer y cuarto trimestre de 2007 (ver gráfico III.4). Mediante esta operación, se produce una inmediata caída en M2 y el correspondiente incremento en los agregados más amplios (por ejemplo M3).

Por último, debe destacarse que la política de acumulación de reservas genera nuevas posibilidades para el crecimiento desde una perspectiva de administración de riesgos. En efecto, la acumulación de activos externos por parte del banco central es una forma que el país tiene de “comprarse un seguro” contra un estado de la naturaleza negativo que en otras circunstancias hubiera implicado una corrida cambiaria. En una economía caracterizada por una alta volatilidad macroeconómica, este elemento del régimen cambiario no es menor.

Gráfico III.4
Utilización del superávit público
en el cumplimiento del programa monetario

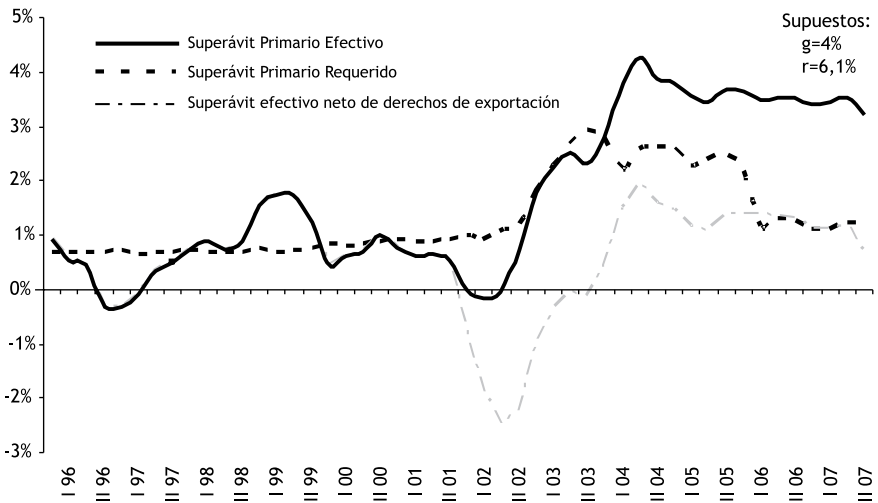


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

IV. SUSTENTABILIDAD, INCERTIDUMBRE Y ESPACIO FISCAL

Como hemos mencionado en la sección III, si bien el canje de la deuda pública significó modificaciones sustanciales en términos de tasa promedio, moneda de denominación y vida promedio de la deuda, el nivel de endeudamiento del sector público argentino continúa siendo alto. Esto implica que si bien el espacio fiscal se ha incrementado significativamente, los elevados pasivos continúa siendo un elemento de riesgo. En el tercer trimestre de 2007, el ratio deuda / PBI del sector fue del 54%. Una manera sencilla de analizar cómo los factores descritos en las secciones previas impactaron en la sostenibilidad fiscal es utilizando un indicador tradicional de sostenibilidad. Según este indicador básico de la literatura, la posición financiera del sector público es sostenible si el cociente superávit primario/PBI es tal que el cociente ratio pública / PBI se mantiene constante. La figura siguiente muestra la evolución del superávit fiscal observado *vis-à-vis* el requerido para mantener el ratio deuda/PBI sin modificaciones. Para calcular el valor de esta última variable hemos asumido una tasa de crecimiento de largo plazo de 4,2% y una tasa de interés real del 6,4%. Este supuesto refleja la situación de la Argentina durante los años noventa, cuando los mercados de crédito externo se encontraban abiertos para el país.

Gráfico IV.1
Indicador de sostenibilidad de la deuda pública (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Como puede verse en el gráfico IV.1, la situación ha mejorado sustancialmente durante los últimos cuatro años, como consecuencia de la aceleración en el crecimiento y el incremento en el superávit fiscal. Hacia finales de 2006, Argentina necesitó un superávit fiscal primario levemente por encima de 1% del PBI para mantener el ratio deuda/PBI constante mientras que el superávit primario observado fue de 3,5%. Tres puntos merecen ser destacados. El primero es que la sostenibilidad depende en buena medida de los ingresos de aduana. Nótese que si consideramos el resultado fiscal neto de derechos de exportación, la situación no sería favorable. Segundo, el superávit requerido de largo plazo sobre estima los requerimientos de recursos en la situación actual, dado que la tasa implícita pagada sobre el total de deuda pública durante los últimos años ha sido de hecho negativa. Esto se debe a que la tasa de inflación ha estado sistemáticamente creciendo mientras que el valor nominal del dólar se ha atrasado, y la tasa de interés de parte de la deuda es fija. Tercero, el superávit primario observado ha mostrado una caída sostenida desde 2004, reflejando el fuerte incremento en los gastos del sector público. Adicionalmente, si este incremento acelera la inflación, la evolución de la deuda pública empeorará debido a que parte del stock está atado al índice de precios del consumo minorista.

A pesar que como consecuencia del proceso de renegociación la deuda pública se redujo en us\$ 64.729 millones, debemos tener en cuenta que algunos acreedores no aceptaron la oferta del gobierno, y por esta razón, los *holdouts* actualmente alcanzan us\$ 27.025 millones. Existen también obligaciones con el Club de París, con quien actualmente se esta en proceso de negociación. Adicionalmente, durante los próximos dos años el sector público realizará pagos de capital sobre la deuda por us\$ 20.178 millones. Para hacer roll-over de estas obligaciones, el gobierno deberá tener acceso a los mercados de deuda internacionales y domésticos. Dado que las condiciones para este acceso serán una función de las políticas domésticas y de la situación internacional, esto establece restricciones sobre las políticas fiscales y genera incertidumbre respecto a las condiciones del roll-over. De esta manera, aún cuando el gobierno fuera solvente, la liquidez podría convertirse en un problema en el futuro bajo ciertas circunstancias.

Dado que el estudio del espacio fiscal en el caso argentino debe tener en cuenta el rol de la volatilidad macroeconómica, utilizaremos simulaciones para evaluar la sostenibilidad de la situación fiscal ante escenarios inciertos. Con este fin, seguiremos a Ferrucci y Penalver (2003) y Rigobon y García (2004). En primer lugar, utilizaremos un modelo VAR (vectores autorregresivos) para estimar el comportamiento conjunto de dos variables fundamentales que afectan a la deuda pública —la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del PBI—² y realizaremos

2 No fue posible estimar un VAR incluyendo el tipo de cambio real. Las estimaciones obtenidas resultaron altamente inestables. La estimación del VAR que se presenta en el texto puede consultarse en el apéndice III.

simulaciones de Montecarlo de los senderos conjuntos de estas variables para proyectarlas hasta el año 2012.³ Los resultados indican que la probabilidad de que la tasas de crecimiento continúen siendo tan altas o mayores a las observadas en los últimos cinco años es de sólo 30 %, mientras que la probabilidad de que la tasa de interés real sea mayor que la de largo plazo utilizada en nuestros ejercicios es muy alta —más del 70%— (ver gráfico IV.2).⁴

Gráfico IV.2
Simulación de la tasa de crecimiento interanual del PBI



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

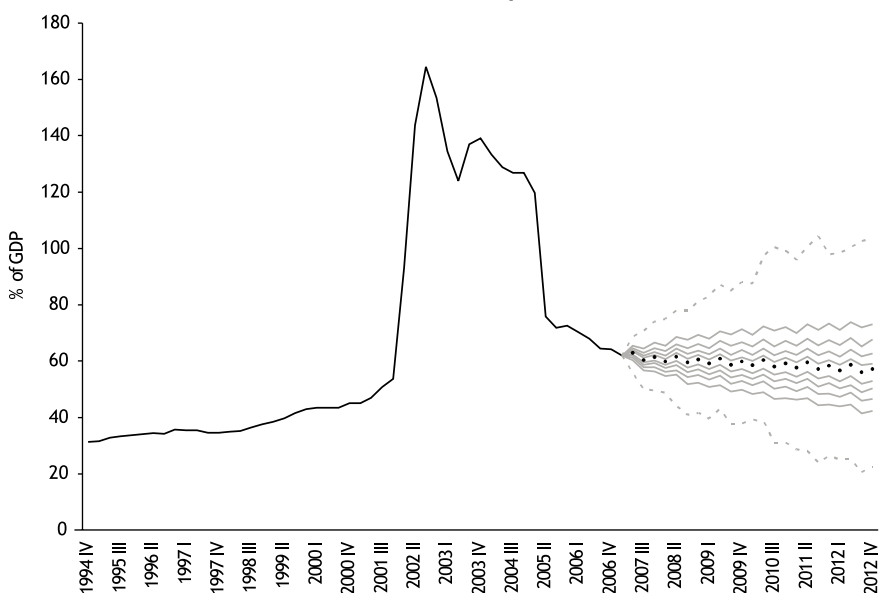
La implicancia natural de este ejercicio es que las políticas fiscales deberían ser prudentes debido a que la vulnerabilidad del sector público podría incrementarse sustancialmente en un escenario de bajo crecimiento y altas tasas de interés. Para mostrar este punto, utilizaremos la estimación VAR para graficar los intervalos de confianza para la evolución del ratio deuda/PBI bajo el supuesto de que el gobierno mantiene un superávit de 3% del PBI. Como puede verse en el gráfico IV.3, el ratio de deuda probablemente decrecerá durante los años siguientes. Pero las simulaciones indican que la probabilidad de que el ratio de deuda sea mayor que el corriente no

3 Las *fan charts* presentadas en este trabajo muestran intervalos del confianza de 10%. Las líneas rayadas los valores máximos y mínimos correspondientes a cada período y la línea punteada representa la media correspondiente.

4 El apéndice IV brinda información adicional sobre este punto.

es baja. De acuerdo con el ejercicio, la probabilidad de un incremento en la deuda pública después del primer trimestre de 2008 es 34%. Adicionalmente, los intervalos de confianza son amplios, reforzando la idea de que los riesgos macroeconómicos asociados con el manejo de la deuda pública son considerables, aún cuando las autoridades mantengan un superávit primario de 3%. Para ser más específicos, la intención de este ejercicio no es proyectar la evolución de la deuda del gobierno, sino más bien llamar la atención acerca de la influencia de los riesgos macroeconómicos sobre la sostenibilidad del sendero de deuda.

Gráfico IV.3
Simulación de la deuda pública bruta



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

En resumen, la mejora en el resultado primario del sector público, la reestructuración de la deuda pública, y el fuerte proceso de crecimiento del país implicó un significativo cambio en la sostenibilidad de la deuda del sector. Desde una perspectiva del crecimiento económico, este mayor grado de sostenibilidad podría ser altamente beneficioso, dado que implica una menor probabilidad de cambios en las reglas de juego, y en consecuencia, los problemas de apropiabilidad que han generado riesgos a nivel macro y microeconómicos deben *ceteris paribus*, disminuir.

Sin embargo, el hecho que la mayor sostenibilidad de la deuda pública implique una mejora para el crecimiento económico al disminuir los riesgos micro y macroeconómicos, no significa que el mayor espacio fiscal esté siendo utilizado

eficientemente para promover el crecimiento. De la definición del espacio fiscal se desprende que el estudio de las oportunidades de un mayor espacio fiscal para el crecimiento económico debe incluir un análisis de la composición del gasto y los recursos. En otras palabras, analizar las mayores oportunidades para el crecimiento implica concentrarnos en el uso que el gobierno ha dado a los mayores recursos. Es decir, la noción de “gastos deseados” de la definición de espacio fiscal resulta particularmente relevante.

Adicionalmente, algunos puntos que pueden afectar negativamente al espacio fiscal en el futuro merecen atención. En el corto plazo, un elemento central de nuestro análisis es que el resultado financiero está mostrando una tendencia decreciente. Esta tendencia está básicamente asociada con la materialización de conflictos de intereses latentes que han generalmente afectado el equilibrio fiscal, debido a la fragilidad de las instituciones encargadas de manejar los conflictos. Esta debilidad ha conducido a las autoridades a actuar tradicionalmente como árbitros, abriendo ventanas de oportunidades para el clientelismo, la corrupción, y las oportunidades políticas. En la situación actual, los factores más relevantes son la relación entre el gobierno central y las provincias, la rápida recuperación de los salarios, y los crecientes subsidios a los sectores de transporte y energía.

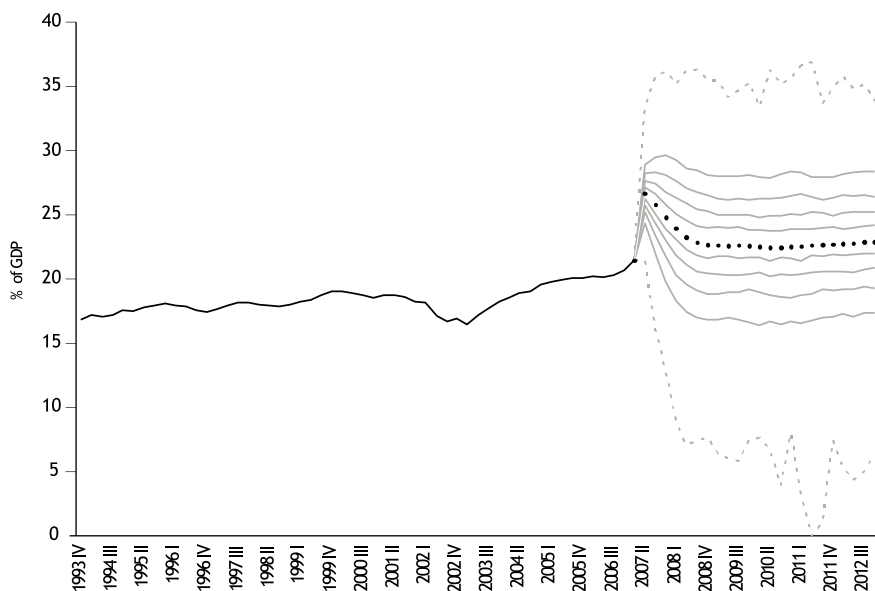
Con respecto a las provincias, el incremento en los gastos públicos está causando la desaparición del resultado provincial. Algunas provincias están encontrando dificultades para cumplir con las metas establecidas por la Ley de Responsabilidad Fiscal, aprobada por el congreso durante la crisis. Esta es una potencial fuente de conflicto y tiene que ver con la incapacidad política para establecer reglas de juego creíbles para la asignación de impuestos y gastos en los estados federales.

Otra fuente adicional de incrementos en el gasto público del gobierno central que está asociado con el manejo cuestiones distributivas es el incremento en los subsidios al sector privado, particularmente aquellos relacionados con los sectores de transporte y energía. El incremento en estos subsidios es en un cierto sentido endógeno: las autoridades han congelado las tarifas, mientras que los costos de las firmas han estado creciendo sustancialmente. Para cubrir la brecha, las transferencias a estos sectores han estado creciendo rápido, en un contexto inflacionario.

Un tercer factor que impacta negativamente sobre el superávit en el corto plazo es el rápido incremento en los salarios reales durante los últimos dos años. Por un lado, a pesar que los salarios reales del sector público aún se encuentran por debajo del período de crisis, han aumentado significativamente, lo cual es natural dada la fuerte caída en el desempleo y el acelerado incremento observado en los salarios del sector privado. Por otro lado, el aumento en los salarios reales y en el precio de los bienes no transables está erosionando la tasa de beneficios del sector transable, y este movimiento en los precios relativos, en consecuencia, es incompatible con una elevada tasa de los impuestos a las exportaciones, que recientemente se han incrementado en el caso de los combustibles.

Finalmente, debemos tener en cuenta que mantener un ratio constante de gastos primarios/PBI en una economía volátil es difícil y que, sin embargo, el problema se complica por la tendencia del gobierno a seguir una política de gasto pro-cíclica, que puede ser riesgoso en un entorno volátil. Para ilustrar este punto hemos realizado una simulación en donde las autoridades persiguen dos objetivos: Mantener la deuda constante en términos del producto (62 %) y maximizar los gastos primarios, dada una presión tributaria del 25%. Como puede verse en el gráfico IV.4, esto podría implicar un significativo incremento en el ratio gastos primarios corrientes / PBI actual, pero este incremento debería ser revertido después de un breve período a medida que el resultado empeorase. Esto aporta volatilidad a la evolución de los gastos primarios, y en consecuencia, a la macroeconomía. El resultado podría ser bastante similar si el gobierno tratara de minimizar la presión tributaria.

Gráfico IV.4
Simulación del gasto público primario



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de Argentina.

Con respecto a la sostenibilidad de largo plazo, las modificaciones más relevantes son las dos reformas recientes al sistema de seguridad social. Estas reformas podrían implicar un condicionamiento de mediano plazo para el espacio fiscal (ver Box I). Adicionalmente, algunas de las consecuencias son difíciles de establecer, dado que el proceso de reforma está aún en progreso. La primera reforma le permitió a las personas con aportes insuficientes recibir los beneficios de una

pensión mínima⁵. Se estima que 1,4 millones de personas serán beneficiadas con esta reforma. La segunda reforma comenzó a implementarse durante 2007, y su principal objetivo es transferir aportantes desde el segmento de capitalización al sistema público. Sin embargo, el impacto de largo plazo será negativo, cuando estos trabajadores comiencen a recibir los beneficios. Adicionalmente, debe mencionarse que un objetivo relevante de la reforma de 2007 fue financiar el déficit de corto plazo generado por la primera reforma (ver Fraguas (2007) para una estimación de los efectos de la reforma en el largo plazo). La autora estimó que los efectos sobre el presupuesto serán claramente negativos desde 2011 en adelante.

En suma, a partir de nuestro análisis se sigue que el ajuste fiscal del período de post-crisis no está libre de debilidades que pueden erosionar la sostenibilidad fiscal alcanzada y reducir el espacio fiscal del país. Del análisis previo se desprende la siguiente conclusión:

A pesar de la mejora observada en términos de sostenibilidad de la deuda pública, la amplitud de los intervalos de confianza sugiere que el grado de volatilidad de la economía es aún alto, lo cual significa que algunas variables macroeconómicas pueden mostrar repentinos cambios en un período breve de tiempo. Adicionalmente, algunas decisiones recientes en el frente político como las reformas provisionales propuestas generarán presión en las cuentas fiscales en el corto y largo plazo y podrían eventualmente generar inconvenientes para hacer *roll-over* de la deuda pública en los mercados de bonos durante los próximos dos años. Este elemento constituye el principal condicionante sobre el mantenimiento del mayor espacio fiscal.

5 Esta reforma está basada en dos normas, la denominada Ley de Jubilación Anticipada (Nº 25.994) que fue sancionada en 2004, y la ley Nº 24.476, que estableció una generosa moratoria para trabajadores independientes.

Box I

El Sistema de Seguridad Social. Evolución, modificaciones recientes e impactos fiscales de las reformas:

Hacia fines de 2004 se sancionó la Ley 25.994 (conocida como Ley de Jubilación Anticipada y vigente hasta abril de 2007) que permitió acceder a un beneficio previsional a quienes teniendo la edad jubilatoria no tenía aportes suficientes o que teniendo los aportes necesarios no tenía la edad suficiente para jubilarse y esta los colocaba en una situación de fragilidad laboral. Posteriormente se reglamentó el decreto 1.454 que permitió regularizar deudas previsionales anteriores a junio de 1994 a trabajadores autónomos y monotributistas. La mecánica implementada para otorgar los beneficios fue sencilla. Se trató básicamente del pago del haber mínimo y la deducción posterior de una cuota (no pudiendo superar un máximo de 60 cuotas mensuales por jubilado). Los últimos datos de Anses estiman que hasta julio de 2007 se han incorporado 1.404.289 nuevos jubilados, lo cual generaría un costo cercano a los \$ 750 millones por mes (cada jubilado cobra una jubilación promedio de \$ 535 y luego se descuenta una cuota de \$ 216). Esto implicaría un gasto neto de aproximadamente \$ 5.000 millones para 2007 y \$ 5.700 millones para 2008.

Luego de la implementación del Plan de Inclusión Previsional, el gobierno anunció a principios de 2007 la opción de “libre elección de régimen jubilatorio” (Ley 26.222). Esta reglamentación implica nuevos costos para el Sector Público Nacional pero también mayores ingresos. Dentro de estos últimos se destaca el traspaso al régimen de Reparto de aquellos hombres y mujeres mayores de 55 y 50 años, respectivamente que estando en una AFJP hayan capitalizado menos de \$ 20.000, a menos que manifiesten voluntad de permanecer en la AFJP. Las AFJP deberán transferir estos stocks en el mes de julio de 2007 en los mismos instrumentos financieros en que están invertidos en los fondos. Estos traspasos implican además nuevos aportes al régimen de reparto, hasta el momento de jubilarse. También incrementarán los ingresos los aportes de indecisos, que antes de esta ley eran sorteados entre las AFJP y ahora son asignados automáticamente al Régimen de Reparto. Se traspasarán los Regímenes Especiales (docentes, investigadores, científicos, Poder Judicial, etc.) y se incrementa el tope salarial de \$ 4.800 a \$ 6.000. De este modo todos los aportantes que ganen \$ 6.000 o más deberán aportar por este valor, generando mayores ingresos previsionales.

Por el lado de los gastos se destaca el incremento en la Prestación Adicional por Permanencia (PAP) que pasa del 0,85% a 1,5% por cada año de aporte realizado al Régimen de Reparto, sobre el sueldo promedio de los últimos 10 años. Esto implicará un incremento en los gastos corrientes que se aplicará tanto a los nuevos como a los viejos jubilados.

Queda abierta la opción de traspaso para todos los aportantes a AFJP independientemente de la edad o el monto capitalizado. Esta opción estará vigente hasta mediados de enero de 2008. Luego se podrá acceder al traspaso cada 5 años siempre y cuando quien opte por el traspaso sea menor de 50 o 55 para mujeres y hombres, respectivamente.

Se estima que para 2007 el Sector Público contará con ingresos adicionales por \$ 6.700 millones mientras que los gastos adicionales producto de la implementación del régimen de “Libre Elección de Régimen Jubilatorio” serán de \$ 128 millones. Para 2008 se prevén ingresos adicionales por aproximadamente \$ 4.000 millones mientras que los gastos adicionales ascenderán a \$ 319 millones.

De este modo el efecto conjunto del Plan de Inclusión Previsional junto con el régimen de “Libre Elección de Régimen Jubilatorio” implicarán un incremento en los resultados de Anses de aproximadamente \$ 1.200 millones mientras que mostrará un déficit de aproximadamente \$ 1.300 millones para 2007 y 2008, respectivamente.

V. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos estudiado los cambios en el espacio fiscal de Argentina en los últimos años. Hemos arribado a un conjunto de conclusiones que listaremos a continuación como cierre.

La primera conclusión es que los dos pilares sobre los que se basó el incremento en la presión tributaria fueron la incorporación de impuestos denominados “de emergencia”, mantenidos en el tiempo dada su eficiencia recaudatoria, y la recuperación de los tributos tradicionales como consecuencia del mayor nivel de actividad del período. Adicionalmente, el canje de la deuda pública argentina finalizado en el primer trimestre de 2005 implicó un cambio sustancial en términos de moneda, tasa y vida promedio de la deuda. Sin embargo, a pesar de la magnitud de la quita sobre el valor nominal de la deuda original, Argentina continúa teniendo un alto nivel de endeudamiento. Si bien en términos de sostenibilidad el canje implicó un cambio sustantivo, el alto nivel de endeudamiento que aún presenta el país es un punto a tener en cuenta como condicionante del mayor espacio fiscal alcanzado.

La segunda conclusión es que, a pesar de la mejora observada en términos de sostenibilidad de la deuda pública, la amplitud de los intervalos de confianza sugiere que el grado de volatilidad de la economía es aún alto, lo cual significa que algunas variables macroeconómicas pueden mostrar repentinos cambios en un período breve de tiempo. Adicionalmente, algunas decisiones recientes en el frente político como las reformas provisionales propuestas generarán presión en las cuentas fiscales en el corto y largo plazo y podrían eventualmente generar inconvenientes para hacer *roll-over* de la deuda pública en los mercados de bonos durante los próximos dos años. Este elemento constituye el principal condicionante sobre el mantenimiento del mayor espacio fiscal.

Tercero, con respecto a los gastos pro-crecimiento, se ha observado lo siguiente. El mayor espacio fiscal observado en el período 2003-2007 no fue acompañado de un marcado incremento en la participación de los gastos en educación sobre los gastos totales. Sólo en el caso de educación superior se observa un leve incremento en la participación respecto a los niveles observados durante la segunda mitad de los noventa. Si bien durante el período se observa un incremento en la participación de los gastos en ciencia y técnica sobre las erogaciones totales, la participación no alcanza los niveles observados durante la década del ochenta, y es levemente superior a los valores de los noventa. El período se caracteriza por una marcada recuperación de la inversión pública. Las participaciones observadas resultan significativamente superiores a las de la década previa. En términos de sus componentes, la recuperación de la inversión pública está concentrada en infraestructura.

Cuarto, la liquidez del sector público proveniente de sus resultados superavitarios cumplió un rol activo como fondeo del sistema financiero. En efecto, el stock de depósitos del sector público en el sistema bancario muestra una alta correlación con los resultados del sector, alcanzando un monto superior al 30% de los depósitos totales (significativamente mayor a los valores observados durante la década del 90). La política de esterilización llevada a cabo a partir del año 2002 implicó una creciente participación de los títulos del banco central y de pases pasivos en las hojas activas de las entidades financieras. En un contexto de fuerte expansión del nivel de actividad, y de una demanda de crédito que se recomponía a altas tasas, la política de esterilización pudo haber generado algún grado de efecto expulsión, limitando parcialmente la capacidad de otorgar préstamos por parte de las entidades financieras al sector privado.

APÉNDICE

I. TEST DE DIFERENCIA DE MEDIAS DE LOS SUPERÁVIT FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO (1961-91 vs. 1992-2006)

Superávit primario						Resultado financiero					
Test for Equality of Means Between Series						Test for Equality of Means Between Series					
Method	df	Value	Probability			Method	df	Value			Probability
t-test	44	6.807733	0.0000			t-test	44	4.882907			0.0000
Anova F-statistic	(1,44)	46.34523	0.0000			Anova F-statistic	(1,44)	23.84278			0.0000
Analysis of Variance						Analysis of Variance					
Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.			Source of Variation	df	Sum of Sq.			Mean Sq.
Between	1	242.1274	242.1274			Between	1	203.0517			203.0517
Within	44	229.8749	5.22443			Within	44	374.7161			8.516275
Total	45	472.0023	10.48894			Total	45	577.7678			12.83928
Category Statistics						Category Statistics					
Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean		Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean	
SPRIMARIO_61_91	31	-3.666975	2.332721	0.418969		SPRIMARIO_61_91	31	-5.763357	3.000647	0.538932	
SPRIMARIO_92_906	15	1.227143	2.181534	0.56327		SPRIMARIO_92_906	15	-1.281524	2.733387	0.705757	
All	46	-2.071067	3.238663	0.477515		All	46	-4.30189	3.583195	0.528313	

Fuente: elaboración propia.

II. INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD

Las ecuaciones dinámicas que definen el cociente deuda pública-PBI y el superávit requerido del sector público están definidas como:

$$d_t = d_{t-1} \left(\frac{1 + r_t}{1 + g_t} \right) - \text{sup}_t \quad (1)$$

$$\text{sup}_t^* = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} \quad (2)$$

Donde d_t es el cociente deuda pública bruta / PBI, sup_t es el ratio superávit público sobre PBI, sup_t^* es el superávit primario del gobierno requerido para mantener constante el ratio deuda / PBI, r_t es la tasa de interés real pagada sobre la deuda pública y g_t es la tasa de crecimiento del PBI.

La expresión (2) puede también expresarse como:

$$t_t^* - g_t^* = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} \quad (3)$$

Donde t^* representa los ingresos totales y g^* los gastos primarios totales.

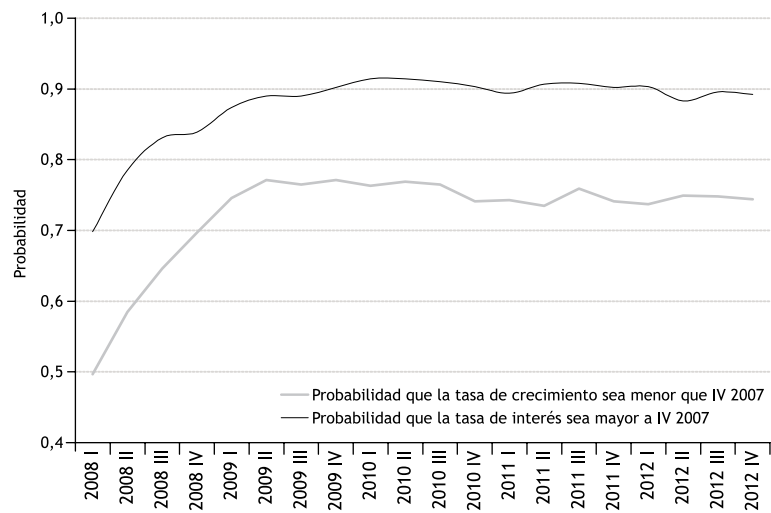
III. ESTIMACIÓN DEL MODELO VAR

Vector Autoregression Estimates		
Sample: 1991Q2 2007Q1		
Included observations: 64		
Standard errors in () & t-statistics in []		
	Y	R
Y(-1)	1.241766	-0.077397
	(0.10012)	(0.09183)
	[12.4025]	[-0.84286]
Y(-2)	-0.565159	0.025966
	(0.09566)	(0.08774)
	[-5.90780]	[0.29595]
R(-1)	-0.342203	0.909143
	(0.13906)	(0.12754)
	[-2.46082]	[7.12841]
R(-2)	0.173203	-0.202256
	(0.13046)	(0.11965)
	[1.32765]	[-1.69042]
C	0.034055	0.030108
	(0.01258)	(0.01154)
	[2.70664]	[2.60906]
DUMMY	-0.047233	0.019971
	(0.01315)	(0.01206)
	[-3.59278]	[1.65635]
R-squared	0.903834	0.726005
Adj. R-squared	0.895544	0.702384
Sum sq. resids	0.029785	0.025053
S.E. equation	0.022661	0.020783
F-statistic	109.0250	30.73650
Log likelihood	154.7127	160.2484
Akaike AIC	-4.647273	-4.820261
Schwarz SC	-4.444878	-4.617866
Mean dependent	0.040631	0.105054
S.D. dependent	0.070116	0.038097

Continúa en la página siguiente.

	R
Determinant resid covariance (dof adj.)	2.19E-07
Determinant resid covariance	1.80E-07
Log likelihood	315.4026
Akaike information criterion	-9.481331
Schwarz criterion	-9.076541

**IV. INCERTIDUMBRE Y SOSTENIBILIDAD FISCAL.
LOS SUPUESTOS SOBRE EL PBI Y LA TASA DE INTERÉS**



Fuente: elaboración propia.



3

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN BRASIL

Viviane Luporini (UFRJ)
Antonio Licha (UFRJ)

han concentrado en los llamados modelos probabilísticas. La razón para esto se centra en el hecho de que los gobiernos de América Latina enfrentan una mayor volatilidad en sus patrones de gastos y recaudación que los países industrializados y la incerteza resultante de esa volatilidad afectaría el nivel de endeudamiento que es compatible con un patrón de deuda sustentable. De acuerdo a Gavin y Perotti (1997), la volatilidad del superávit primario para los países de América Latina, medida en términos de desvío cuadrático medio, fue de 3,3% entre 1970 y 1995, en cuanto que para los países industrializados, la cifra fue de 1,6% en el mismo período.¹ En el caso de los ingresos y gastos gubernamentales, la volatilidad llega a ser cuatro veces superior a la de los países industrializados. El desvío cuadrático medio de la recaudación total fue de 12,2% para América Latina, contra 3,6% de los países industrializados. En relación a los gastos totales, la volatilidad es de 12,8% contra 3,1% para los países industrializados. Utilizando datos para el gobierno central, los autores muestran que la alta volatilidad de los ingresos no tributarios en la recaudación total, con una media de 18,1% en América Latina y 8,4% para los países industrializados, por la distribución del impuesto a la renta, el cual incide 80% sobre las firmas y 20% sobre las personas físicas en el caso de América Latina y por la participación relativa de los impuestos indirectos en la recaudación, cuya media fue de 53,2% para América Latina y de 31,4 para los países industrializados analizados. En Brasil, los impuestos sobre la producción y circulación de bienes y servicios representan cerca de 60% de la carga tributaria.

Desde el punto de vista de la sustentabilidad fiscal, la volatilidad de gastos e ingresos, muchas veces resultantes de shocks inesperados, afectan la restricción presupuestaria del gobierno e impone incertezas acerca de la efectiva capacidad del gobierno de mantenerse intertemporalmente solvente.

La literatura sobre gerenciamiento óptimo de deudas gubernamentales sugiere que el gobierno debe privilegiar la emisión de títulos nominales cuando los shocks son principalmente de oferta o afectan los gastos gubernamentales; privilegiar la emisión de títulos indexados cuando los shocks son principalmente nominales; utilizar títulos con plazos de maduración más largos cuando los shocks macroeconómicos inducen una correlación positiva entre la tasa de interés real y las necesidades de financiamiento del gobierno, y, finalmente, garantizar la posibilidad de licitación de títulos en moneda doméstica cuando se espera gran volatilidad cambiaria para el período de renovación de los títulos (Missale, 1997; Shiller, 1993; Goldfajn y Paula, 2000). Un gerenciamiento adecuado del endeudamiento público puede ayudar a reducir los riesgos de cambios inesperados en la restricción de presupuesto del gobierno.

1 Los países de América Latina analizado por los autores fueron Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Panamá, Perú, Uruguay y Venezuela; los países industrializados considerados fueron Alemania, Australia, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia y Estados Unidos.

En el caso brasileño el gerenciamiento óptimo de la deuda sugiere la emisión de títulos nominales con plazos largos. En lo que hace a la volatilidad cambiaria, el gobierno brasileño aprovechó las condiciones externas favorables y redujo el porcentaje de títulos indexados al tipo de cambio. El diferencial de tasas proporcionado por la elevada tasa real doméstica también facilitó ese proceso. A pesar del costo fiscal generado por la sustitución de títulos en dólares por títulos indexados a la tasa básica doméstica (Selic), la operación redujo la exposición externa. Las condiciones para la refinanciación y la emisión de nuevos títulos, nominales o indexados, de plazos y denominación específicos dependen también de la aceptación de mercado, la administración de la deuda ciertamente no sustituye políticas fiscales robustas.

Al mismo tiempo que se constata la existencia de una mayor volatilidad de los ingresos y gastos gubernamentales de América Latina en relación a los países industrializados, se verifica que desde principio de los años 90 hubo un aumento considerable en la relación endeudamiento/PBI en diversos países de la región (Mendoza y Oviedo, 2006). En el caso de Brasil, la relación deuda/PBI creció de forma consistente alcanzando la cifra máxima de 57,18%. La adopción de políticas fiscales con la generación de superávits primarios relativamente importantes y la reducción gradual de las tasas de interés domésticas han promovido una gradual reversión en el cuadro de endeudamiento brasileño. La evidencia empírica internacional sugiere, en tanto, que los ajustes fiscales considerados exitosos privilegian los recortes en los gastos más que aumentos en la recaudación fiscal. En Brasil, los ajustes por el lado de los gastos han tenido difícil aceptación dadas las diversas demandas sociales y el carácter institucional de diversos ítems de los gastos públicos. Es así que el ajuste fiscal brasileño se ha revelado extremadamente dependiente de los ingresos fiscales. Desde el punto de vista de espacio fiscal, la carga tributaria y la falta de inversión en infraestructura han sido identificados como principales obstáculos al proceso de crecimiento económico de Brasil. Más recientemente, la fuerte desvalorización de la moneda americana ha perjudicado al sector exportador.

El artículo presenta el concepto de espacio fiscal, analiza la situación fiscal brasileña reciente, las principales restricciones a la generación de espacio fiscal para el crecimiento y la cuestión de la sustentabilidad fiscal. Finalmente, el artículo presenta avances en el proceso de integración del MERCOSUR considerados como relevantes desde el punto de vista del crecimiento económico brasileño.

II. ¿QUÉ ES EL ESPACIO FISCAL?

Las experiencias inflacionarias de los años 1980 y 1990 llevaron a diversos países en desarrollo, inclusive a Brasil, a definir los objetivos de la política fiscal en función de la estabilidad económica. Durante los años 2004 y 2005, los investigadores del FMI prepararon una serie de trabajos donde la rigidez de las reglas fiscales —propuestas por la institución a países que habían enfrentado problemas inflacionarios y fiscales (déficit nominales persistentes y elevado endeudamiento)— fue discutida y se propusieron algunas modificaciones en el sentido de dar una mayor atención a la calidad del ajuste fiscal, particularmente en lo que hace a su impacto sobre el crecimiento económico de los países. Después de algunos años de estabilidad, ha habido un renovado interés en el uso de la política fiscal para generar mayores tasas de crecimiento, considerado fundamental para alcanzar mayor inclusión social. Más allá del consenso hoy existente sobre la importancia de la estabilidad económica para el crecimiento, hay también una generalizada percepción que la estabilidad no es suficiente y que el impacto de largo plazo de las medidas de ajuste fiscal no debe ser dejado de lado por los formuladores de política. De esa forma, es preciso generar “espacio fiscal” para el crecimiento.

Seguendo a Heller (2005), el concepto de “espacio fiscal” se refiere a la posibilidad de disponer de recursos presupuestarios para ampliar los gastos gubernamentales en ítems que potencialmente podrían generar tasa de crecimiento más altas, sin perjuicio de la sustentabilidad fiscal del gobierno.

Considerando la restricción presupuestaria del gobierno, podemos separar analíticamente la posibilidad de generar espacio fiscal en dos categorías, una donde el gobierno mantiene el nivel corriente de endeudamiento y otra donde el espacio fiscal es creado precisamente a través de un incremento de la deuda. En la primera categoría, espacio fiscal sin endeudamiento, un mayor espacio fiscal para el crecimiento puede ser generado a través de mejoras en la eficiencia y la eficacia de los gastos públicos, una mayor movilización de los ingresos presupuestarios y, finalmente, ayuda internacional, sea vía acuerdos de condonación de deuda previamente contraída o sea vía entrada directa de recursos para la ejecución de proyectos de interés público.

Las mejoras en la eficiencia y eficacia de los gastos públicos se refieren a la racionalización en la utilización de los gastos a fin de eliminar desperdicios y en el gerenciamiento de los recursos de forma de alcanzar los objetivos programados. En ese aspecto, la calidad de las instituciones públicas que ejecutan y gerencian el presupuesto aprobado es fundamental. Los problemas de gobernanza, interferencia política e incapacidad de gerenciamiento del endeudamiento pueden llevar a proyectos de alto retorno a tener un bajo efecto sobre el crecimiento, perjudicando la

solvencia del país y reduciendo su espacio fiscal. Un comportamiento no cooperativo entre agentes públicos y la desatención por las reglas públicas de conducta también representan un problema ya que reducen el efecto potencial de los gastos sobre el crecimiento económico. Indirectamente, las mejoras en la eficiencia de los gastos generan espacio fiscal a través de los efectos sobre los indicadores de gobernanza y credibilidad del gobierno, los cuales afectan las condiciones de acceso al crédito y de movilización de recursos para inversiones.

Más allá de la eficiencia, las alteraciones en la composición de los gastos públicos también pueden generar un mayor espacio fiscal para el crecimiento, sin que las condiciones de sustentabilidad fiscal sean alteradas. La locación de gastos para inversión en educación, salud y, principalmente, infraestructura afectan la tasa de crecimiento del país directamente al aumentar los niveles de demanda agregada e, indirectamente, mejorando los índices sociales. También en ese caso, las condiciones de gobernanza son fundamentales una vez que las inversiones salud, educación e infraestructura exigen que sean movilizados recursos de forma sostenida en el tiempo de forma tal que los plazos de maduración de las inversiones sean completadas y los efectos sobre el crecimiento se puedan concretar. Si las condiciones de gobernanza son bajas (comportamiento *rent-seeking*, riesgos contractuales, corrupción, baja calidad de la burocracia y del seguimiento y ejecución de la ley), los esfuerzos para la generación del espacio fiscal para el crecimiento pueden ser fácilmente desperdiciados.

Desde el punto de vista de los ingresos gubernamentales, el espacio fiscal para el crecimiento puede ser generado a través de una mayor movilización de ingresos. Sin embargo, el uso de impuestos distorsivos y el posible aumento en el nivel de carga tributaria puede hacer que se reduzcan los gastos privados en inversión, reduciendo el efecto neto sobre el crecimiento o aun perjudicando el ciclo de crecimiento. Como en el caso de los gastos públicos, una mayor eficiencia en la recaudación de impuestos, con reducción de la evasión fiscal y una mayor racionalización en el sistema impositivo, debe ampliar el espacio fiscal para el crecimiento.

La ayuda internacional directa (*grants*) y la condonación de deudas amplían el espacio fiscal efectivo para el crecimiento sin costos en términos de sustentabilidad fiscal ya que en el primer caso hay una entrada no prevista de recursos y en el segundo hay una reducción de los gastos destinados al servicio de la deuda condonada. La falta de previsibilidad en relación al calendario y montos de la ayuda internacional dificulta, sin embargo, la ejecución de proyectos, principalmente los de largo plazo de maduración. En proyectos de infraestructura, por ejemplo, la falta de planeamiento adecuado o la suspensión de recursos podrían inviabilizar la conclusión de un proyecto, desperdiciando el gasto ya realizado.

Analíticamente, una segunda forma de generar espacio fiscal para el crecimiento es a través de un mayor endeudamiento. Teóricamente, se puede pensar a la capacidad de endeudamiento de un gobierno como el mayor nivel de deuda que es

considerado como sustentable.² Un gobierno cuyo nivel corriente de endeudamiento es inferior al máximo sustentable puede, en teoría, ampliar su espacio fiscal para el crecimiento explorando la capacidad de endeudamiento que aún no fue utilizada. El nivel máximo de endeudamiento puede ser ampliado a través de medidas que mejoren la credibilidad fiscal y la capacidad del gobierno de captar nuevos recursos, controlar gastos y ampliar ingresos.

La mejora en los índices de credibilidad fiscal puede ampliar el espacio fiscal en la media en que se reducen los costos de refinanciamiento y de la colocación de nuevos títulos por parte del gobierno, librando así recursos para el crecimiento y facilitando la alteración en la composición del endeudamiento. En ese sentido, la existencia de reglas fiscales y una mayor eficiencia y transparencia en la ejecución presupuestaria amplían el espacio fiscal.

En la sección siguiente, presentamos la evolución reciente de las cuentas públicas brasileñas para luego analizar de qué forma la situación fiscal actual puede representar una ampliación del espacio fiscal para el crecimiento de Brasil.

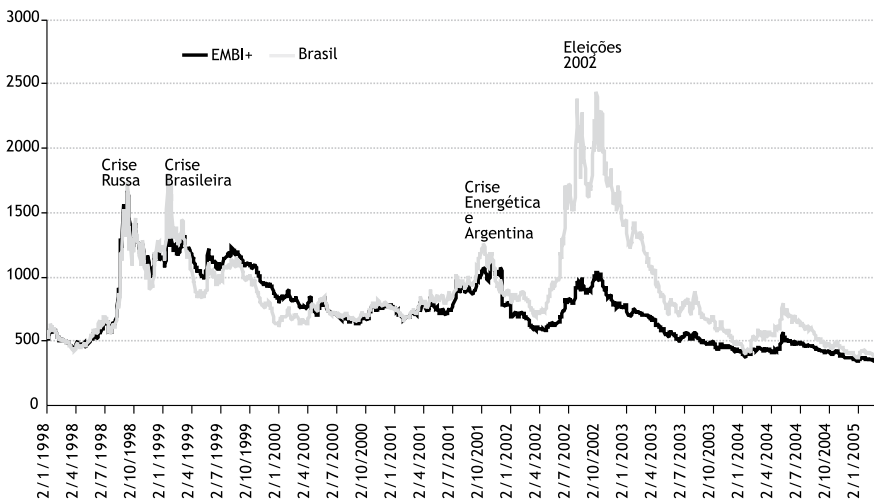
2 Hay varias formas de definir cuando un nivel específico de endeudamiento es sustentable. Esta cuestión se discutirá en la sección 5 de este artículo.

III. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS CUENTAS PÚBLICAS DE BRASIL

La crisis cambiaria brasileña de 1998-99 se manifestó en un aumento en la prima de riesgo de Brasil, por encima del indicador EMBI, debido al aumento en la probabilidad de *default* de la deuda soberana brasileña, tal como se observa en el Gráfico 1. Esa comparación permite descontar el aumento en la aversión al riesgo de los inversionistas extranjeros en relación a títulos de países emergentes que siguió a la crisis rusa de 1998. Los shocks domésticos de 2001 (racionamiento de la energía eléctrica) y de 2002 (incerteza en relación a la política económica del entonces recién electo presidente Luis Inacio Lula da Silva) llevaron a nuevos aumentos de la prima de riesgo. El gobierno brasileño inició en 1999 una política de ajuste fiscal generando superávit primarios sistemáticos (ver Gráfico 2) que permitiesen reducir el riesgo país y, eventualmente, la relación deuda pública líquida con el PBI.

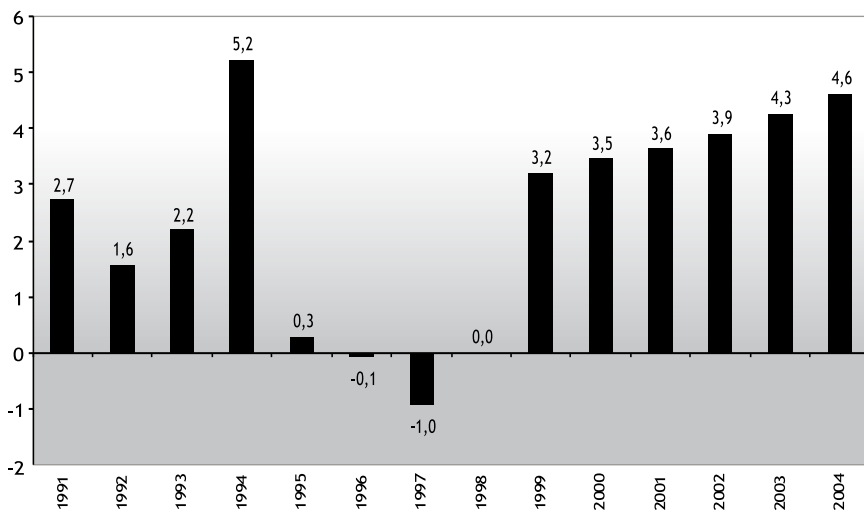
La política de generación de superávit primarios sistemáticos tiene como principal instrumento la elevación de la carga tributaria brasileña, la cual se encontraba en un nivel del 28% del PBI en 1998. Durante la década de 1970, 1980 y el inicio de los años 1990, la carga tributaria estaba alrededor del 25% del PBI, aunque, como

Gráfico 1
Riesgo-Brasil y el conjunto de los países emergentes (EMBI+)



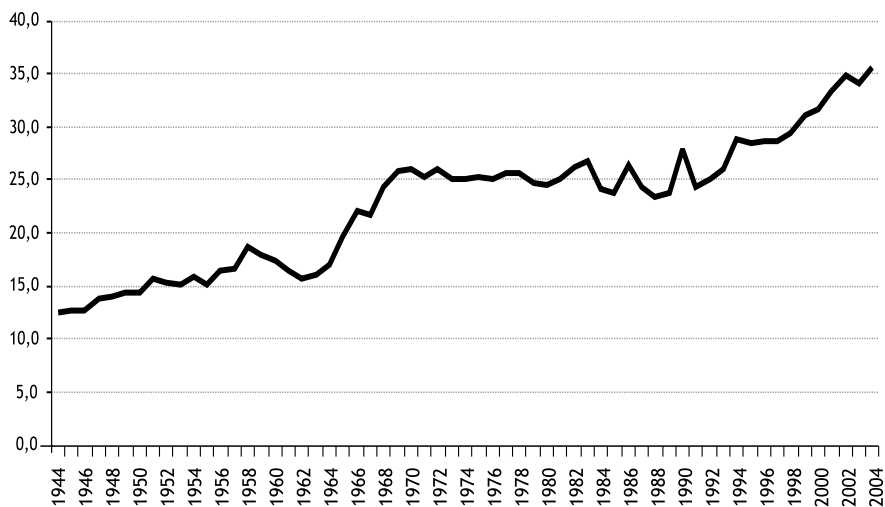
Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

Gráfico 2
Superávit Primario del Sector Público (% del PBI)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

Gráfico 3
Carga Tributaria Brasileña (% del PBI)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

se observa en el Gráfico 3, tomó una trayectoria ascendente a partir de 1994, año de implementación del Plan Real, con un aumento de la carga tributaria sobre bienes y servicios (Giambiagi y Além, 1999, p 187). La estabilización de precios y el final del régimen de alta inflación representó una pérdida sustantiva de ingresos debidos al impuesto inflacionario (de 3,3% del PBI en el período 1990-94 a sólo 0,3% en el período 1995-98) y prácticamente inviabilizó la posibilidad de reducir el valor real de los gastos públicos mediante el aplazamiento de los pagos a valores contratados.

Desde el punto de vista de las cuentas públicas, el análisis de los factores que contribuirían a la generación del superávit primario (por el criterio “por encima de la línea”) sólo es factible para el Gobierno Central, debido a la disponibilidad de datos. Utilizando los datos organizados por Gutierrez (2007) vemos en la Tabla 2 que los ingresos brutos del Gobierno Central crecieron más que el PBI durante esta década y que esa tendencia debería continuar en 2008, conforme a lo establecido por el proyecto de Ley de Presupuesto (PLO, por sus siglas en portugués) enviado por el gobierno al Congreso Nacional el 31 de agosto de 2007.

Por el lado de los gastos primarios, vemos que estos representan el 14,73% del PBI en 2000 y que llegarían a 18,25% en 2007, dado que crecieron los tres principales ítems de los gastos (Personal y encargos, pagos provisionales y costo del capital). Los gastos en personal y encargos, así como los pagos provisionales son gastos considerados “rígidos”, una vez que las alteraciones de esas cuentas requieren cambios constitucionales. Ya que los gastos de de capital (formada por salud, educación, inversiones, bolsas de familia y otros beneficios asistenciales como abono salarial, seguro de desempleo y ley de “idoso”), no está sujeta a la misma rigidez institucional de los demás ítems de gastos, se ha convertido, históricamente, en la llamada variable de ajuste de las cuentas públicas: dada una determinada meta fiscal (gastos más intereses), los gastos de y capital son ajustadas. Como se verifica en la Tabla 1 abajo, los gastos de capital crecieron 1,68 puntos porcentuales entre 2000 y 2007, crecimiento explicado, en gran parte, por el aumento en la cobertura de las políticas sociales y la necesidad de mantener el funcionamiento de la máquina pública.

Los gastos en inversiones y educación, ítems cruciales para el crecimiento económico de un país, presentaron, en tanto, una reducción. Los gastos en educación, según los datos de la Secretaría del Tesoro Nacional y el Ministerio de Hacienda, pasaron de ser 0,36% del PBI a 0,32% en 2007. Para 2008, están previstos 0,39% del PBI para educación, sumado a que la participación relativa de este ítem en los gastos de capital reduciría de 8,45% en 2003 a 6,28% en 2008.

Los gastos en inversión también sufrieron una reducción entre 2000 y 2007, de 0,86% a 0,77 del PBI. Es importante resaltar, en tanto, que las inversiones públicas planeados para 2008 (1,1% del PBI) son bastante superiores a los observados en el pasado (cerca de R\$ 32 mil millones, correspondiendo R\$ 18 mil millones al Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC) y R\$ 13,72 mil millones al Proyecto

Tabla 1
Evolución de los principales ingresos y gastos primarios (en % PBI)
Gobierno Central (Tesoro nacional, Banco Central e INSS)
No incluye las empresas estatales federales.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (PLO)
1.Receitas Primárias Brutas	19,93	20,77	21,66	20,98	21,61	22,74	23,39	24,41	24,87
2.Transferências a Estados e Municípios	3,42	3,53	3,80	3,54	3,48	3,91	3,99	4,16	4,41
3.Receita Líquida (1-2)	16,51	17,23	17,86	17,44	18,13	18,83	19,39	20,25	20,46
4.Despesas Primárias	14,73	15,57	15,71	15,13	15,59	16,37	17,25	18,15	18,26
4.1 Pessoal e Encargos	4,57	4,80	4,81	4,46	4,31	4,29	4,52	4,70	4,74
4.2 Pagamentos Previdenciários (INSS)	5,58	5,78	5,96	6,30	6,48	6,80	7,13	7,26	7,24
4.3 Custeio e Capital	4,51	4,90	4,86	4,26	4,69	5,17	5,49	6,19	6,28
4.3.1 Benefícios Assistenciais (LOAS E RMV)	-	-	-	0,26	0,39	0,43	0,50	0,54	0,56
4.3.2 Saúde	1,37	1,41	1,39	1,33	1,38	1,45	1,39	1,36	1,46
4.3.3 Investimentos	0,86	1,12	0,68	0,38	0,46	0,47	0,58	0,77	1,10
4.3.4 Educação	n.d	n.d	n.d	0,36	0,29	0,32	0,27	0,32	0,39
4.3.5 Bolsa Família	n.d	n.d	n.d	0,19	0,27	0,30	0,33	0,34	0,38
Resultado Primário	1,74	1,68	2,16	2,28	2,70	2,60	2,21	2,10	2,20

Fuente: Secretaria do Tesouro Nacional / Ministério da Fazenda

Piloto de Inversiones (PPI).³ Esos programas prevén inversión primordialmente en infraestructura, la cual actualmente representa un importante obstáculo al cre-

³ El PPI es resultado de un acuerdo entre el gobierno brasileño y el FMI para la utilización de recursos originalmente destinados al pago de intereses, en inversión en infraestructura.

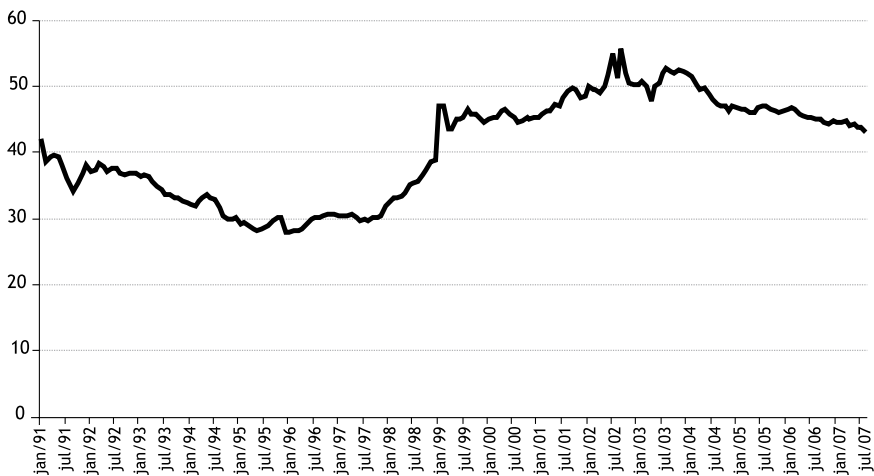
cimiento económico brasileño y, después de ser llevados a cabo, deberían ampliar el espacio fiscal para el crecimiento. Ya los dos primeros ítems (gastos en personal y previsión) representan el 12% del PBI y casi dos tercios de los gastos primarios del gobierno central.

En especial, los gastos provisionales del Instituto Nacional del Seguro Social (INSS) son los que más crecieron en los últimos años, tal como destaca Gutierrez (2007), pasando de 5,45% del PBI en 1998 a 7,26% en 2007, conforme a la última revisión de los ingresos y gastos del gobierno central realizada en agosto de 2007. Ese aumento es resultado de una serie de beneficios que fueron siendo incorporados a las reglas del INSS, desde la Constitución Federal de 1988.

El patrón de ajuste fiscal y la estructura de la deuda pública.

La crisis cambiaria de 1999 forzó al gobierno a flexibilizar el régimen cambiario y a adoptar un régimen de metas de inflación para anclar los precios domésticos. Actualmente, la meta inflacionaria es de 4,25%. Los grandes shocks acontecidos en 2001 y 2002, llevaron al gobierno a elevar significativamente la tasa de interés real media de la deuda pública, reduciéndose la tasa de crecimiento de la economía e impidiendo así que el ajuste fiscal iniciado en 1999 resultase en una reducción de la relación deuda pública líquida / PBI, tal como se ve en el gráfico 4. Esta deuda,

Gráfico 4
Deuda neta del sector público consolidado (% del PBI).



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

que incluye los pasivos financieros y descuenta los activos financieros, incluyendo las reservas internacionales, sólo comenzó a caer a partir de 2004, aunque de forma gradual y encontrándose, aun hoy, la relación deuda / PBI entorno al 40%, lo cual es considerado un valor elevado para un país emergente.

La Tabla 2 presenta las necesidades de financiamiento del Sector Público. Como se puede verificar, el esfuerzo fiscal realizado por Brasil englobó todos los segmentos del sector público. El Gobierno Central, los Gobiernos Regionales (estados y municipios), Empresas Estatales Federales y Regionales, contribuirían a la generación del superávit primario. Esto fue posible a través de reformas realizadas durante la década de 1990, con el Programa Nacional de Privatización de 1991, la privatización de diversas empresas públicas y bancos estatales, la regulación de la concesión de los servicios públicos, la regulación de la concesión de servicios públicos por privados y la generación de ganancias de las empresas estatales. Desde el punto de vista institucional, los cambios en el proceso presupuestario con la introducción de dispositivos institucionales que generaron reglas presupuestarias, como la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobada en 2000, posibilitaron un mayor control sobre las cuentas públicas en todas las esferas del gobierno (Ver Box 1)

Tabla 2
Necesidades de Financiamiento del Sector Público (en % del PBI)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ago
Primário	-3,24	-3,35	-3,55	-3,89	-4,18	-4,35	-3,88	-4,12
1. Governo Central(Governo Federal, BC e INSS)	-1,73	-1,69	-2,16	-2,28	-2,70	-2,60	-2,21	-2,20
2. Estatais Federais	-0,86	-0,58	-0,43	-0,56	-0,46	-0,61	-0,58	-0,63
3. Governos Regionais	-0,51	-0,80	-0,72	-0,81	-0,90	-0,99	-0,85	-1,21
4. Estatais Regionais	-0,13	-0,28	-0,24	-0,23	-0,12	-0,15	-0,24	-0,07
Juros nominais	6,61	6,64	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89	6,20
Nominal	3,37	3,29	4,17	4,65	2,43	2,96	3,01	2,08

(+) = déficit; (-) = superávit

Fuente: Banco Central.

Se verifica en tanto que los gastos en el pago de intereses crecieron bastante a partir de 2002 debido a la política de mantener las tasas reales elevadas. Así, aun con superávit primarios sistemáticos, el gobierno no genera superávit nominal.

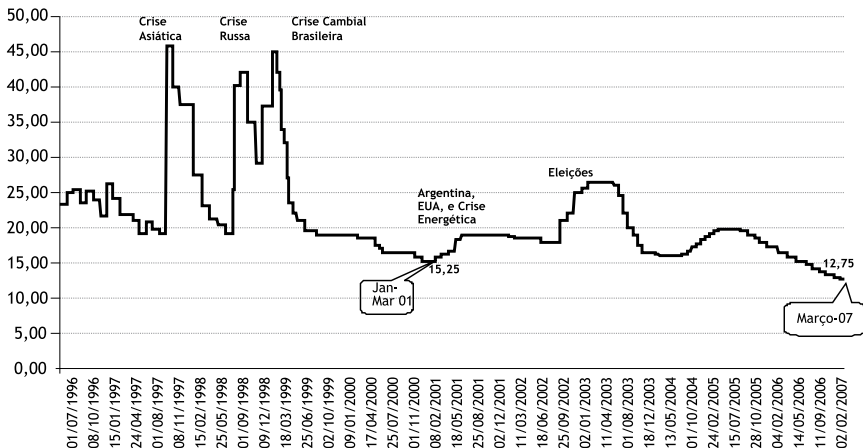
Box 1

La Ley de Responsabilidad Fiscal

La Ley de Responsabilidad Fiscal puede ser considerada el instrumento de control fiscal más abarcador que se haya instituido en Brasil, ya que más allá de que impone límites a los gastos y al endeudamiento en los diversos niveles federativos, establece directrices para la formulación, ejecución y aprobación del presupuesto público. Las medidas incluyen:

- un límite máximo a los gastos en personal de 50% de los ingresos corrientes para el gobierno federal y de un 60% para los gobiernos nacionales;
- los gastos de carácter permanente (por un plazo superior a dos años) pueden ser creados mediante contrapartidas de fuente de ingresos o reducción de otro gasto;
- prohíbe la definición de gastos que superen el año fiscal al final del mandato de los gobernantes;
- exige que los beneficios fiscales sean incluidos en el presupuesto corriente y que sus impactos sean considerados para los dos años subsecuentes;
- en relación al endeudamiento, los límites son establecidos por el Senado Federal: el compromiso anual con tasas y amortizaciones no podrá superar el 11,5% de los ingresos corrientes líquidos y la deuda consolidada no podrá traspasar dos veces los ingresos corrientes líquidos en el caso de los Estados y del Distrito Federal y 1,2 veces en el caso de los municipios.

Gráfico 5
Tasa de interés SELIC (en % anual)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

Este escenario macroeconómico, la política de tasas, el desempeño de las exportaciones y la gran liquidez mundial hicieron que el país acumulase reservas internacionales y afectó la estructura de deuda pública brasileña. La Tabla 3 muestra la evolución de la deuda neta del sector público destacando especialmente aquella que es indexada por una moneda extranjera (en general dólar).

Se verifica que la deuda externa (neta de activos, principalmente reservas cambiarias) toma una trayectoria declinante a partir de 2003, tornándose “negativa” en 2006, lo cual indica que el gobierno se convirtió en un acreedor externo neto. En otras palabras, la acumulación de reservas cambiarias supera el endeudamiento externo bruto, tornando la deuda neta (de reservas) negativa.

Tabla 3
Perfil de deuda pública neta (en % del PBI)

	dic-99	dic-00	dic-01	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	ago-07
Dívida/PIB	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,52	44,91	43,10
a) Interna	78,90	80,20	80,20	74,30	79,60	85,50	95,30	106,60	121,70
i) indexada ao câmbio	19,40	19,90	25,80	13,30	6,70	2,30	0,60	-0,60	-0,30
ii) não indexada ao câmbio	59,50	60,30	54,40	61,00	72,90	83,20	94,70	107,20	122,00
b) Externa	21,10	19,80	19,80	25,70	20,40	14,50	4,70	-6,60	-21,70
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,50	39,70	45,60	39,00	27,10	16,80	5,30	-7,10	-22,00

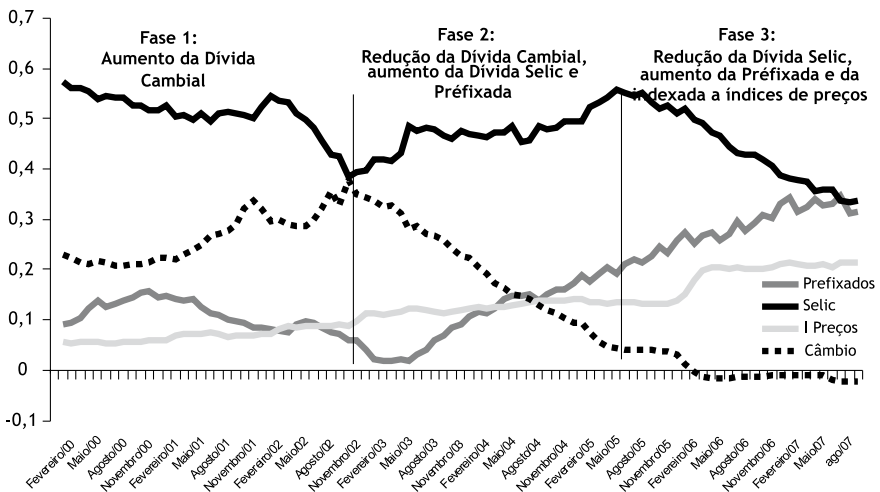
Fuente: Banco Central.

En relación a la estructura, la composición y el gerenciamiento de la deuda interna, pueden distinguirse tres períodos diferentes desde 1999: el primero va desde 1999 a 2002, el segundo desde 2003 hasta mediados de 2005 y el tercero de mediados de 2005 hasta el presente. Analizamos cada uno de estos períodos a partir del Gráfico 6 (Gutierrez, 2007).

El período de 1999 hasta 2002 se caracterizó por shocks macroeconómicos seguidos por fuertes desvalorizaciones cambiarias que llevaron a un aumento en la participación de la deuda prefijada y de aquella corregida por la variación cambiaria (que llegó a un pico de 39% en diciembre de 2002). En la segunda fase, se observa una caída continua de la participación de la deuda ajustable por el tipo de cambio y una elevación de la deuda indexada a la tasa de interés SELIC y, en menor escala, aquella vinculada con los títulos prefijados e indexados a índices de precios. Ese aumento de los títulos pos-fijados (o indexados a la tasa SELIC) fue resultado de un ambiente macroeconómico marcado por las incertezas inflacionarias. En la

tercera fase, la participación relativa de la deuda ajustada por el tipo de cambio se continuó reduciendo junto con una reducción en la deuda indexada por SELIC. Como contrapartida, aumentó la participación relativa de los títulos prefijados (o nominales) vinculados a índices de precios. La proyección de tasas de interés en horizontes más largos y la colocación de títulos prefijados fueron posibles gracias a la consolidación de las expectativas inflacionarias en niveles bajos. Esta situación se debió a condiciones macroeconómicas domésticas e internacionales extremadamente favorables que se observaron en este período: superávit en cuenta corriente, control de la inflación, disciplina fiscal y abundante liquidez internacional.

Gráfico 6
Perfil de Deuda Pública Federal Neta



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

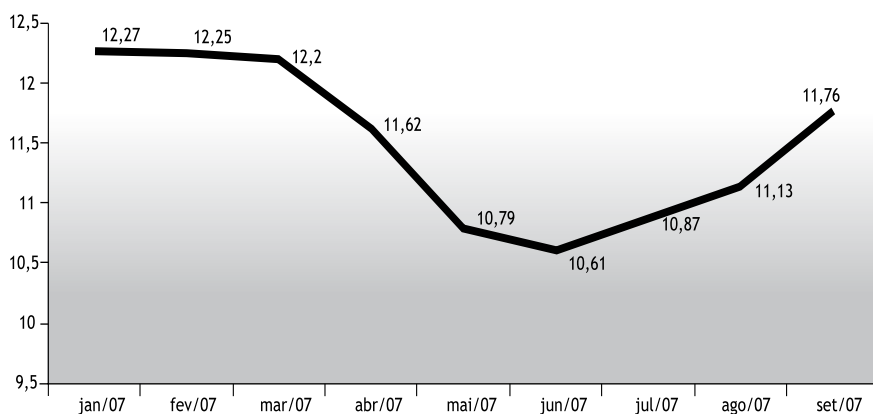
Vale un comentario adicional en relación a los títulos corregidos por la tasa SELIC. Estos títulos, llamados Letras Financieras del Tesoro (LFTs), surgieron a mediados de los años 80, en el período de inflación alta y creciente, y se constituirían en un activo que garantizaría liquidez y una remuneración real positiva. Con el fin del régimen de alta inflación esos títulos se mantuvieron en el mercado. En el presente, con una tasa de inflación baja, el hecho de que una parte importante de la deuda pública paga tasas de interés SELIC (utilizada como instrumento de política monetaria en el régimen de metas de inflación) surgen restricciones para la política fiscal y monetaria:

1. Política Fiscal: dado que vincula directamente el resultado financiero a las decisiones de política monetaria. En especial, cuando la tasa SELIC sube, el resultado financiero del sector público empeora y sube la relación Deuda Pública/PBI.

- Política Monetaria: provoca pérdida de eficacia de la política monetaria, dado que como el Tesoro tiene una parte importante de su deuda ajustable a tasa SELIC, se genera un efecto renta en dirección opuesta a la decisión de política monetaria.

Otro aspecto positivo de la deuda pública, tal como nota Gutiérrez (2007), es que la tasa de interés de los nuevos títulos públicos colocados en el mercado durante 2007 también se ha reducido. Una ilustración de este fenómeno puede ser presentada utilizando las tasas de interés de las Letras del Tesoro Nacional (LTNs que pagan tasas de interés nominales prefijadas) de 2 años, plazo máximo de maduración de ese título. Como se puede observar en el Gráfico 7, las tasas de interés de esos títulos han venido cayendo sistemáticamente a lo largo de este año, aunque a partir de julio esa tendencia fue interrumpida, en consecuencia de la crisis financiera internacional iniciada en el mercado de crédito inmobiliario de EEUU que generó incertezas sobre los flujos de capitales internacionales y sobre las tasas de interés internacionales.

Gráfico 7
Tasas de interés de Letras del Tesoro Nacional (LTNs) de 2 años
(en %).

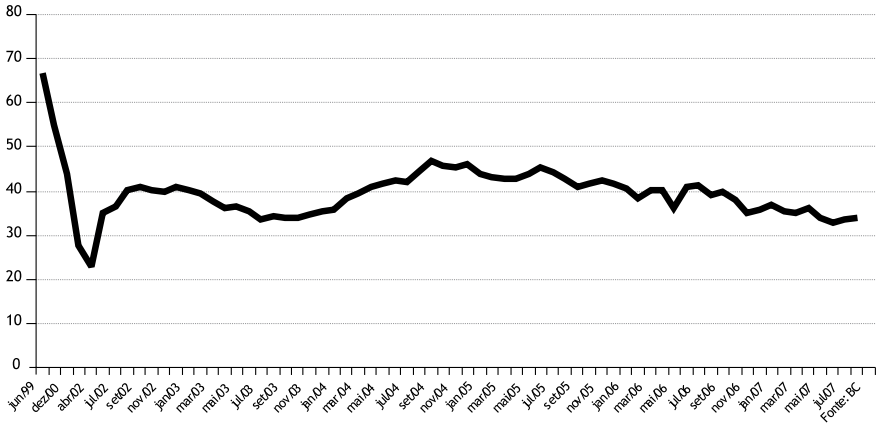


Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

Al analizar la estructura de la deuda pública en relación a su plazo de vencimiento, se observa en el Gráfico 8 que se ha estado reduciendo la proporción de deuda de corto plazo (aquella que vence en hasta 12 meses) en relación a la deuda total. Esto refleja el alargamiento de los plazos de la deuda, permitiendo que existan menos vencimientos en el corto plazo. Este hecho también mejora el perfil de

la deuda pública, ya que un aumento en la tasa básica de interés debería afectar proporcionalmente a un stock menor de deuda ya existente.

Gráfico 8
Deuda Pública a vencer en 12 meses (% del total).



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central.

La mejora general en el perfil de endeudamiento posibilita la generación de espacio fiscal principalmente porque el aumento de los títulos nominales y el alargamiento de los plazos reducen el impacto de las variaciones de la tasa de interés sobre la restricción presupuestaria del gobierno.

IV. ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO DE BRASIL

Hemos visto que las cuentas públicas brasileñas presentan en los últimos años un patrón definido: elevado superávit primario acompañado por una fuerte elevación de los gastos públicos y de la carga tributaria. Este patrón permitió en los últimos tres años una reducción de la relación entre deuda neta del sector público y el PBI, aunque de forma gradual y en niveles altos. Otras mejoras se han realizado en la composición de la deuda pública debido a la reducción de la deuda en moneda extranjera (hoy el gobierno brasileño es un acreedor neto en activos indexados al tipo de cambio) y el cambio de títulos con tasas indexadas (post-fijados) por títulos con tasas nominales prefijadas, lo cual redujo los efectos de los shocks macroeconómicos sobre el stock de deuda pública. Finalmente, está disminuyendo la tasa de interés media que pagan los títulos de la deuda. La cuestión que surge es saber en qué medida ese patrón fiscal, delineado a final de la década pasada después de la crisis cambiaria de 1999 coloca restricciones a la generación del espacio fiscal para el crecimiento económico de largo plazo.

Un primer aspecto en la generación de espacio fiscal es la composición y la eficiencia de los gastos públicos. Las condiciones institucionales vigentes, como las reglas para el funcionamiento público y los derechos provisionales, determinan una gran rigidez en la estructura de los gastos gubernamentales. A partir de la Tabla 2 presentada en la sección anterior, es posible verificar que para el gobierno central (Tesoro Nacional, Banco Central y INSS), los gastos en personal y pagos provisionales representan un 11,08% del PBI (promedio del período 2000 a 2008) y representan, en promedio, el 68,06% de los Gastos Primarios del gobierno central. Los gastos con beneficios del INSS crecieron de forma sistemática desde los años 1990, llegando a 7,26% del PBI en 2007. La rigidez de esos gastos significa que, en las condiciones institucionales vigentes, la posibilidad de generar espacio fiscal para el crecimiento estará bastante reducida en esta cuestión. Desde este punto de vista, las mejoras en el espacio fiscal podrían ser conseguidas modificando los ítems de Capital, ya que los gastos en inversión y educación son fundamentales para el crecimiento económico.

Se verifica en la Tabla 2 que los gastos promedio en Inversión en el período 2000/08 no llegan a 1% del PBI (0,71%, incluyendo los gastos previstos en el PAC, Programa de Aceleración de Inversión) y en Educación no llegan a 0,5% del PBI (el promedio del período 2003/07 fue de 0,31% del PBI). Si bien esos valores son bajos, la inversión pública es responsable de cerca del 10% de la formación bruta de capital fijo en Brasil (IBGE, SCN 2000). Como es sabido, la inversión pública puede complementar a la inversión privada de forma que el aumento de los gastos públicos en inversión estimule la formación bruta de capital fijo privado, o bien

puede competir por recursos productivos de forma de desplazar a la inversión privada. Las inversiones en infraestructura usualmente son complementarias a la inversión privada. En ese sentido, el Programa de Aceleración de la Inversión (PAC) para el período 2007/10 que totaliza R\$ 503,9 mil millones representa un avance importante en la generación de espacio fiscal para el crecimiento.

Box 2

El Programa de Aceleración de la Inversión, PAC:

El programa prevé un conjunto de medidas de incentivo a la inversión privada que incluyen exenciones fiscales para sectores considerados estratégicos, ampliando en la reducción del costo del crédito y mejoras institucionales para la acción del sector privado. En lo que hace al sector público, el programa prevé inversiones en el área de energía, logística (vías ferroviarias, puertos y otras inversiones que faciliten la movilización de la producción del país) y gastos sociales en vivienda y saneamiento.

Considerando un escenario macroeconómico en el que la economía crece a una tasa de 5% al año, con la inflación en la meta de 4,5%, el resultado primario del gobierno en 4,25% (meta fiscal) y una tasa básica de interés (SELIC) en una trayectoria declinante (de 12,2% en 2007 a 10,1% en 2010), los gastos en tasas netas sufrirían una caída prevista de 5,0% del PBI en el año 2008 a 3,9% en 2009, generando así un espacio fiscal para el crecimiento de aproximadamente 1.1 puntos porcentuales del PBI.

La exención tributaria contempla incentivos a la construcción civil, la adquisición de bienes de capital y pretende fomentar el crecimiento de las micro y pequeñas empresas, grandes generadoras de empleos, racionalizando la recaudación de impuestos y reduciendo la burocracia para la apertura y cierre de empresas. Las principales medidas previstas son:

1. Suspensión de PIS/CONFINS en obras de infraestructura en sectores de transporte, puertos, energía y saneamiento básico.⁴
2. Creación de un fondo de capitación de recursos destinados a inversiones en infraestructura, cuyos rendimientos son exentos de impuesto a la renta durante 5 años.
3. La prorrogación por dos años del beneficio que permite la contabilización fiscal de la depreciación de nuevos equipamientos en mitad del plazo legal, reduciendo la contribución social sobre el lucro debido a las empresas.

4 PIS (Programa de Integración Social) y Confins (Contribución para el Financiamiento de la Seguridad Social) son impuestos federales que inciden sobre la facturación de las empresas.

4. Programa de incentivo al sector de semi conductores: las empresas que adhirieran a este programa tendrán una exención del impuesto a la renta (Impuesto a la Renta de Personas Jurídicas – IRPJ) y la reducción de la alícuota del Impuesto sobre Productos Industrializados (IPI), PIS y Confins, y CIDE (Contribución de Intervención de Dominio Económico).⁵
5. Reducción de la alícuota (de 5% a 0%) del IPI en la adquisición de bienes de acero, insumo básico de la construcción civil.
6. Alícuota cero de IPI para computadoras y notebooks adquiridos al por menor hasta un valor de R\$ 4 mil.
7. Aumento en los plazos para el pago de contribuciones provisionales a fin de reducir las necesidades de capital de giro de las empresas.
8. Reajuste de 4,5% en la tabla del Impuesto a la Renta en el período del PAC.
9. Aprobación de la Ley General de Micro y Pequeñas Empresas que prevé la unificación de impuestos federales, estatales y municipales, reducción de alícuotas de impuestos federales, ampliación de número de empresas beneficiadas por esta Ley, régimen de favorecimiento en las compras gubernamentales y simplificando las reglas para apertura y cierre de empresas.
10. Reforma tributaria (en marcha).

Las medidas de estímulo al crédito y al financiamiento contemplan la reducción de la tasas de interés de largo plazo (TJLP), la reducción de los costos de financiamiento del BNDES (Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social) para proyectos de infraestructura, logística y desarrollo humano, aumento del capital de referencia de la Caja Económica Federal para inversiones en vivienda (R\$ 5,2 mil millones), aumento en el límite de crédito al sector público para inversiones en saneamiento y vivienda y la creación de y un fondo de inversión en infraestructura con recursos del FGTS (Fondo de Garantía por Tiempo de Servicio).

El Programa prevé gastos del orden de 503,9 mil millones, siendo que 54,4% se destinarán al sector de energía, 33,9% al sector de infraestructura social (vivienda y saneamiento) y 11,6% al sector de logística.

5 El IPI es una de las principales fuentes de ingresos del gobierno federal y se destaca por incidir sobre un grupo de productos específicos (tabaco, bebidas, automóviles, etc) que se caracterizan por ser producidos por un pequeño número de personas (facilitando la fiscalización), por el uso masivo de la población y por su carácter no esencial. El CIDE es una contribución que incide sobre la importación y comercialización de petróleo y sus derivados cuyos recursos deben ser destinados, entre otras cosas, para el financiamiento de programas de infraestructura de transportes.

Un segundo aspecto en la generación de espacio fiscal para el crecimiento tiene que ver con la movilización de los ingresos por el sector público. Ya se ha mostrado que los ingresos tributarios brasileños han presentado un crecimiento positivo, con una carga tributaria en el presente de 38% del PBI, nivel considerado elevado para un país de ingresos medios como Brasil. Los aumentos recientes en los niveles de recaudación tributaria reflejan por un lado, los esfuerzos gubernamentales en el sentido de mejorar la eficiencia de los mecanismos institucionales de recaudación, integrando sistemas de información y fiscalización, y, por el otro lado, la elevación en los niveles de actividad económica.

El ajuste fiscal dependió crucialmente del comportamiento de la recaudación tributaria. El problema es que el aumento de la carga tributaria tiene efectos perversos sobre el bienestar social, especialmente si la estructura tributaria se basa en el uso de impuestos sobre la producción de bienes y servicios en contraposición al uso de impuestos sobre la renta. La exención de la producción amplía el espacio fiscal para el crecimiento al viabilizar nuevas inversiones.

El sistema tributario brasileño actual ha sido eficiente en su capacidad de generar ingresos tributarios, pero la existencia de diversos tributos que inciden sobre la misma base tributaria, la excesiva dependencia de impuestos sobre la producción y circulación de bienes y servicios (en 1996, representaban 60,2% de la carga tributaria sin previsión), la forma en la que algunos tributos son cobrados genera un sistema excesivamente complejo, con incidencia acumulativa y distorsiones regionales que afectan de forma indeseada la competitividad del país.

Brasil tiene hoy al menos seis impuestos indirectos, de los cuales cuatro son federales (IPI, Confins, PIS y CIDE-Combustibles), uno estadual (ICMS- impuesto sobre la Circulación de Mercaderías y Servicios), y uno municipal (ISS – Impuesto sobre servicios). La incidencia acumulativa de muchos de estos impuestos cuyo impacto estimado fue de aproximadamente 2% del PBI en 2006, según datos del Ministerio de Hacienda, más allá de crear distorsiones en la estructura productiva, hace que productos producidos domésticamente con costos de producción (Excepto impuestos) similares a los producidos en el exterior se tornen “caros” en relación a estos últimos afectando a la competitividad de la producción nacional. Indirectamente, la estructura de impuestos acaba estimulando las importaciones e imponiendo a las exportaciones.⁶

Las elevadas contribuciones sobre los salarios, que pueden llegar a 50,8% del salario pago, crean un diferencial importante entre el salario recibido por el trabajador y el costo efectivo para la empresa que lo contrata. La elevada incidencia

6 El gobierno brasileño ha buscado minimizar los efectos de estos impuestos sobre las exportaciones a través de un sistema de compensaciones a los exportadores. No obstante, esa solución es puntual y acaba por burocratizar aún más el sistema tributario ya bastante complejo en términos de legislación.

de los impuestos sobre la masa salarial genera un aumento en la informalidad de las relaciones laborales que, además de tornar precaria la situación del trabajador, contribuye al déficit provisional. Se estima que hoy el 51% de los ocupados no contribuyen al sistema de previsión social (Ministerio de Hacienda). Una mayor formalización del empleo contribuiría a reducir el déficit provisional y a aliviar las cuentas públicas, generando más espacio fiscal.

Desde el punto de vista federativo, la diferenciación de las alícuotas del impuesto estadual sobre la circulación de mercancías y servicios, el ICMS, también ha sido utilizada por los Estados brasileños para atraer inversiones mediante la concesión de beneficios fiscales. Las negociaciones promovidas individualmente y sin ninguna coordinación también han aumentado la complejidad del sistema tributario y generado inseguridad, inclusive jurídica, para los inversores.⁷

Más allá de eso, la complejidad de la legislación, la variabilidad de las alícuotas y los criterios de cálculo implican elevados gastos burocráticos tanto para el contribuyente como para el fisco. La importancia relativa de esos factores ha crecido en la medida en que aumenta el grado de apertura de la economía brasileña y avanza el proceso de globalización de los mercados en el contexto de bloques económicos como el MERCOSUR. La simplificación del sistema tributario doméstico es el primer paso para viabilizar una posterior armonización regional.

En lo que hace a la generación de un mayor espacio fiscal para el crecimiento, dada la elevada carga de impuestos, creemos que no hay condiciones hoy para una mayor movilización de los ingresos tributarios. No obstante, se puede generar espacio fiscal a través de una mayor racionalización del sistema impositivo. Recientemente, el gobierno brasileño envió al Congreso una propuesta de reforma tributaria, enfocada principalmente en los impuestos indirectos, y cuyo objetivo consiste en simplificar el sistema impositivo, corregir distorsiones que afectan la competitividad, acabar con la guerra fiscal entre los Estados y promover una mejor relación entre los entes de la federación.

La propuesta de reforma tributaria tiene como puntos principales la simplificación del sistema impositivo y la exención de la producción, la inversión y las exportaciones. En ese sentido, la propuesta prevé la unificación de los impuestos federales (excepto el IPI, que sería mantenido por funciones regulatorias) y la creación de un impuesto federal sobre el valor agregado, el IVA-F. El impuesto sobre el valor agregado ya ha sido adoptado por la mayoría de los países, inclusive por los principales competidores de Brasil y es considerado la forma más eficiente de tributación indirecta por ser neutro en relación a las actividades productivas y

⁷ Hay decisiones judiciales que juzgaron inconstitucionales los beneficios concedidos y exigieron, inclusive, el cobro retroactivo de los impuestos adeudados. Más allá de eso, varios Estados no han aceptado los créditos de ICMS de productos que recibieron incentivos en otra unidad de la federación.

por la facilidad de su identificación (consiste en una proporción constante del valor añadido total) lo que permite eximir totalmente a las exportaciones, por ejemplo.

La propuesta prevé también la homogeneización de las alícuotas de ICMS y la transferencia de la incidencia para el estado de destino del producto, con posterior transformación en un verdadero impuesto sobre el valor agregado (Novo-ICMS). Esas medidas, junto con la creación prevista de un fondo de equalización de ingresos (FER) que compensaría a los Estados por eventuales pérdidas de ingresos como resultado de la implementación de la reforma tributaria, tiene como objetivo dar fin a la guerra fiscal entre los entes de la federación, eliminando una fuente importante de incerteza para las decisiones de inversión y contribuyendo al aumento del espacio fiscal. El gobierno propone también una exención al pago de salario con una reducción de la contribución patronal a la previsión social del actual 20% del salario al 14% (también está pendiente la aprobación de un proyecto de ley) y la extinción de la Contribución para el Salario Educativo.⁸ La exención de las inversiones se daría con una reducción gradual de los plazos para la apropiación de los créditos de los impuestos pagos en la adquisición de maquinas y equipamientos. En el caso del ICMS, el plazo actual es de 48 meses. Si la propuesta se aprobase tal como está, ese plazo se reduciría a cero en 2016. En lo que hace a la mejoría de la eficiencia del sistema, el gobierno propone la introducción de la llamada nota fiscal electrónica que facilitaría el trabajo de las empresas en lo que hace al pago de tributos y fiscalización, y a la creación de un fondo de compensaciones de débitos y créditos entre las empresas.

La simplificación del sistema y la reducción en el grado de acumulación de impuestos aumentaría la racionalidad y la eficiencia del sistema tributario, ampliando el espacio fiscal para el crecimiento.

En resumen, podemos decir que la persistencia de la política fiscal en la generación de superávit primarios y la reciente política de reducción de tasas domésticas que inciden sobre la deuda pública (ver Gráfico 5) deben permitir una reducción del déficit financiero, tal como se observó en el último año (el déficit financiero pasó de 3,01% del PBI en 2006 a 2,08% del PBI acumulado en 12 meses en agosto de 2007) y ampliar el espacio fiscal para el crecimiento. El mantenimiento del sistema de metas de inflación y la gradual política de tasas domésticas también debe ampliar el espacio fiscal en la medida que libera recursos originalmente destinados al servicio de la deuda pública. La sólida posición externa de las cuentas del gobierno brasileño y la política de acumulación de reservas (actualmente en torno a los US\$ 180,3 mil millones) deberían continuar atrayendo inversiones externas. Hay

8 La pérdida de este ingreso de Previsión que sería resultado de la aprobación de esta reforma sería compensada por medidas que aún están bajo estudio del gobierno y que no son detalladas en la propuesta enviada al Congreso. El ISS continúa teniendo incidencia acumulativa, pero sería un impacto pequeño, según la propuesta del gobierno.

que alertar, sin embargo, respecto a la composición de la entrada de capitales (el exceso de capital especulativo torna más vulnerable al país a crisis externas) y los costos fiscales de la acumulación de reservas (dados por el diferencial de tasas que remuneran activos en dólares y los títulos domésticos utilizados para neutralizar la expansión de la base monetaria). Dada la estructura de los gastos gubernamentales, un mayor espacio fiscal debe ser buscado en la mejoría del sistema tributario, en la profundización de las reformas, principalmente provisional, y la búsqueda de compañías para la implementación de proyectos que viabilicen ganancias de productividad y aumento en la tasa de crecimiento.

V. SUSTENTABILIDAD Y ESPACIO FISCAL

Hemos visto que una segunda forma de generar espacio fiscal para el crecimiento es a través de un mayor endeudamiento. Un gobierno cuyo nivel corriente de endeudamiento es inferior al máximo sustentable puede, teóricamente, ampliar su espacio fiscal para el crecimiento explorando la capacidad de endeudamiento que aún no ha sido utilizada. El nivel máximo de endeudamiento puede ser también ampliado con medidas que mejoren la credibilidad fiscal y la capacidad del gobierno de comandar recursos, controlar gastos y ampliar ingresos. Pero: ¿cuál sería ese nivel máximo de endeudamiento sustentable?

El concepto de endeudamiento sustentable ha sido frecuentemente utilizado por gobiernos, organismos financieros internacionales, instituciones privadas y *policy makers* en discusiones sobre el patrón fiscal del gobierno. En la literatura económica, el concepto de sustentabilidad también ha sido asociado a la capacidad del gobierno de honrar sus compromisos financieros, actuando de forma creíble intertemporalmente. Es decir, el concepto de sustentabilidad se refiere a la siguiente cuestión: el gobierno está siguiendo una trayectoria de acumulación de deudas que podría generar una reducción drástica en los gastos gubernamentales, comprometiendo los servicios públicos y eventuales planes de inversión, o a un repudio de sus compromisos con los acreedores (*default*), comprometiendo su credibilidad en el mercadeo de títulos y poniendo en riesgo la estabilidad macroeconómica. La cuestión se remite entonces a cómo caracterizar un proceso de endeudamiento excesivo.

Tradicionalmente la literatura económica consideró que el endeudamiento gubernamental es excesivo si el gobierno no respeta su restricción de presupuesto intertemporal. Partiendo de la restricción de presupuesto del gobierno en términos per capita y en proporción al producto corriente, es posible mostrar que el presupuesto del gobierno estará balanceado intertemporalmente, en valor presente esperado, cuando la deuda puede ser pagada con la suma descontada de los superávits esperados:⁹

$$B_t = \lim_{N \rightarrow \infty} E_t B_{t+N} + E_t \sum_{j=1}^N \bar{S}_{t+j}$$

De acuerdo con esta expresión, ese es el caso cuando $\lim_{N \rightarrow \infty} E_t B_{t+N} = 0$.¹⁰

9 Para detalles sobre la derivación de la restricción de presupuesto intertemporal y aplicaciones de este concepto a Brasil, ver Luporini (2006).

10 Si $\lim_{N \rightarrow \infty} E_t B_{t+N} < 0$, la suma descontada de los superávits esperados excede el valor presente de la deuda del gobierno por un monto que no converge a cero, por lo que el gobierno estará acumulando ingresos que podrían traducirse en una mayor renta disponible

Siguiendo el trabajo seminal de Hamilton y Flavin (1986), el cual se basa en la literatura de burbujas especulativas, una serie de artículos académicos propusieron tests empíricos de sustentabilidad a partir de la restricción intertemporal descrita arriba, los cuales involucran la estacionariedad de la relación Deuda/PBI.¹¹

En contextos de incertidumbre, es difícil la discriminación entre una política fiscal sustentable y otra no sustentable a partir de los tests econométricos mencionados. El problema puede ser ilustrado a través de la comparación entre dos situaciones fiscales con endeudamiento positivo. En la primera, el gobierno establece superávit primarios iguales a cero; en la segunda, el gobierno genera superávit presupuestarios cuando la relación Deuda/PBI excede un nivel máximo exógenamente determinado, pero no hace cualquier pago de intereses si la relación Deuda/PBI permanece inferior a un nivel establecido. La primera política implica que el gobierno está haciendo *roll over* de su deuda indefinidamente ya que no prevé superávit primarios positivos para hacer frente al pago de los intereses. En la segunda, hay un límite superior al endeudamiento y la relación Deuda/PBI seguirá un paseo aleatorio en tanto la deuda permanecerá debajo de un nivel superior establecido. En cuanto la primera situación fiscal es una política claramente insustentable, ya que representa un juego *Ponzi*, la segunda política puede ser sustentable en algunos estados de naturaleza. Si hay una probabilidad positiva de que el endeudamiento permanecerá por debajo de un nivel establecido, no obstante, ambas políticas serán indistinguibles desde el punto de vista econométrico (Bohn, 1994).¹² Es así que una política fiscal originalmente sustentable puede dejar de serlo si hay shocks negativos de suficiente magnitud tal que alteren la restricción presupuestaria del gobierno o el ambiente económico, haciendo que el endeudamiento tome una trayectoria indeseable y termine por afectar la credibilidad del gobierno y la estabilidad económica, elementos fundamentales para el horizonte de planeamiento de las inversiones.

para las familias, con el consecuente aumento en el nivel de consumo en todos los períodos. En el caso opuesto, $\lim_{N \rightarrow \infty} B_{t+N} > 0$, el valor actual de la deuda del gobierno excede el superávit primario esperado. Esto implica que el gobierno estará continuamente tomando préstamos para pagar los intereses de una deuda que crecerá, *ceteris paribus*, a la tasa de interés y los agentes económicos estarán proveyendo de recursos a un gobierno en un esquema *Ponzi*. Cuando la restricción $\lim_{N \rightarrow \infty} B_{t+N} = 0$ es válida, el gobierno estará asintóticamente utilizando los recursos permitidos por su restricción presupuestaria. Se asume que monto del señoreaje colectado por el gobierno es el que es consistente con niveles estables de precios.

11 Los diversos tests propuestos involucran la estabilidad de la relación Deuda/PBI (Wilcox, 1989; Trehan y Walsh, 1991) o la cointegración de ingresos y gastos (incluyendo intereses) (Trehan y Walsh, 1988; Hakkio y Rush, 1991; Martin, 2000). Chalk y Hemming (2000) ofrecen una buena revisión de los principales tests propuestos. Para aplicaciones al caso brasileño, ver Pastore (1995), Rocha (1995), Isller y Lima (1997), Luporini (2000, 2001), Gamboa y Silva (2004) y Giambagi y Ronci (2004).

12 Bohn (1998) propone una alternativa a los tests directos de la restricción intertemporal, válida en condiciones de incertidumbre, que consiste en verificar si el superávit primario responde de forma sistemática a aumentos en el stock de endeudamiento. Para un análisis similar del caso brasileño, ver Luporini (2002).

Modelos probabilísticos

Las consideraciones acerca de los efectos de la incertidumbre sobre el análisis de sustentabilidad fiscal generó el desarrollo de otros abordajes basadas en modelos probabilísticas, los cuales procuran tener en cuenta los efectos de shocks estocásticos sobre la trayectoria de endeudamiento. En esos modelos, la cuestión central no es verificar si el comportamiento del gobierno es compatible con una restricción presupuestaria intertemporal, sino certificar si la relación entre deuda y producto tomará trayectorias compatibles con la sustentabilidad ante alteraciones, muchas veces inesperadas, en el ambiente económico.

El abordaje propuesto por Mendoza y Oviedo (2006), y adoptado en este artículo, consiste en determinar un nivel sustentable de endeudamiento definido como aquel que respeta una relación deuda/PBI considerada límite la cual es consistente con un compromiso, por parte del gobierno, de honrar sus compromisos financieros. En ese sentido, la relación deuda/PBI considerada sustentable es similar, en principio, a la llamada sustentabilidad de largo plazo determinada por la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno. El método probabilístico utilizado en el modelo de Mendoza y Oviedo (2006) difiere, sin embargo, de los modelos de consistencia intertemporal en el sentido que permite la incorporación de shocks estocásticos y el análisis probabilística de diferentes escenarios macroeconómicos que afectan los componentes del presupuesto gubernamental, produciendo estimaciones de la relación deuda/PBI sustentables.

El límite natural de endeudamiento

La restricción presupuestaria del gobierno para el período corriente, a precios constantes, relaciona los flujos de los componentes fiscales de las cuentas gubernamentales con las alteraciones en el stock de su endeudamiento:

$$B_{t+1} - B_t = -[T_t - (G_t + B_t r_t)] \quad (1)$$

B_{t+1} = stock de títulos emitidos hasta el final del período t

B_t = stock de títulos emitidos hasta el final del período $t-1$ que son remunerados con una tasa real promedio r_t

T_t = representa los ingresos gubernamentales totales

G_t = representa los gastos gubernamentales totales, excluyendo el pago de intereses.

La restricción presupuestaria explícita que cuando los ingresos totales del gobierno no son suficientes para hacer frente a los gastos y el pago de intereses, habrá aumentos en el endeudamiento gubernamental. Asumiendo que el producto crece a una tasa exógena y constante γ , la restricción presupuestaria (1) puede ser escrita como:

$$(1 + \gamma)b_{t+1} = b_t(1 + r) - (\tau_t - g_t) \quad (2)$$

donde las letras minúsculas representan los valores en proporción al PBI.

Los autores asumen que hay un monto de gastos gubernamentales que caracterizaría un “mínimo tolerable” por la sociedad. Así, asumiendo que el gobierno prefiere evitar un colapso en su patrón de gastos y la pérdida de acceso al mercado financiero, no deseará asumir un monto de endeudamiento superior a aquel que sería capaz de financiar si se mantuviese un nivel mínimo de superávit primario indefinidamente (o “almost surely” en el lenguaje de la teoría de la probabilidad).

Dado que normalmente el patrón de gastos es determinado a partir de la aprobación de un presupuesto, los autores suponen que las variaciones inesperadas en el superávit primario del gobierno son determinadas fundamentalmente por cambios en los ingresos del gobierno. En estado de “crisis fiscal” es definido entonces como una situación en la que se observa una serie “suficientemente larga” de shocks negativos en los ingresos gubernamentales y que el ajuste de los gastos gubernamentales esté en su “mínimo tolerable”. Esa situación implica, a su vez, una relación deuda/PBI considerada límite o “Límite Natural de Endeudamiento” (Mendoza y Oviedo, 2006 p. 12).

Partiendo de la restricción presupuestaria del gobierno dada por la ecuación (2), la relación deuda/PBI permanecerá constante ($b_{t+1} = b_t$) cuando

$b^* = b_{t+1} = b_t = \frac{(\tau_t - g_t)}{(r - \gamma)}$. En el estado de crisis fiscal, hay shocks negativos en los ingresos del gobierno y los gastos ya fueron ajustados al mínimo tolerable. De esa forma, el “Límite Natural de Endeudamiento” (NDL) es definido por ¹³:

$$b_{t+1} \leq b^* \equiv \frac{\tau^{\min} - g^{\min}}{r - \gamma} \quad (3)$$

13 NDL se refiere a *Natural Debt Limit*.

El NDL está dado, entonces, por el valor del superávit fiscal, ajustado por el crecimiento económico, en el estado de crisis fiscal. O sea, el NDL proporciona un nivel de endeudamiento que el gobierno será capaz de honrar, aun enfrentando el peor escenario posible en términos de shocks a sus ingresos y que ya haya tenido que reducir sus gastos al mínimo tolerable. Como el NDL es un nivel de endeudamiento que respeta la restricción de presupuesto del gobierno cuando los ingresos y gastos están en su nivel mínimo, el NDLO garantiza también que el gobierno será capaz de financiar su deuda también en una situación de crisis fiscal, garantizando de forma creíble que será capaz de mantenerse solvente y pagar su deuda en todos los estados de naturaleza. Se verifica también que el NDL será más elevado cuanto menor sea la tasa de interés real y mayor la tasa de crecimiento económicos. Más allá de eso, todo lo demás constante, un gobierno con una menor variabilidad de los ingresos y con una mayor rigidez para el ajuste de gastos podrá mantener, de forma sustentable, una mayor relación deuda/PBI.

Probabilidad de Crisis Fiscal para Brasil

El modelo presentado por Mendoza y Oviedo (2006) fue utilizado para evaluar la probabilidad de crisis fiscal para el caso brasileño en el período 1990 – 2006. Siguiendo a Mendoza y Oviedo (2006), las simulaciones estocásticas de la relación deuda/PBI fueron computadas a partir del supuesto inicial de que el producto crece a una tasa determinística constante de largo plazo y que la tasa de interés real también es constante, no siendo afectada endógenamente, por lo tanto, por el nivel de endeudamiento del gobierno. Suponiendo que las decisiones de gasto son determinadas a partir de un proceso presupuestario, la restricción presupuestaria del gobierno será determinado fundamentalmente por la evolución de los ingresos gubernamentales. Suponemos que los ingresos son caracterizados por un proceso de Markov.¹⁴

A partir de la serie de ingresos del gobierno observados, se calculo una matriz de transición que indica la probabilidad de que se observe un valor para los ingresos, digamos $\tau = \tau_j$ en el período siguiente. Se supone que los ingresos se pueden realizar a partir de cinco “estados” posibles. En un determinado período, el ingreso puede permanecer en su valor medio, podrá estar en uno o dos desvíos por encima de la media, o podrá estar uno o dos desvíos por debajo de la media.

14 O sea, se supone que los ingresos siguen una trayectoria dada por $\tau_t = \lambda\tau_{t-1} + \varepsilon_t$ estando por lo tanto sujeta a shocks estocásticos.

Partiendo entonces de un valor inicial para la relación deuda/PBI (b_t) y utilizando la matriz de probabilidades de transición calculada para los ingresos, la trayectoria de la relación deuda/PBI es obtenida a través de la restricción presupuestaria dada por la ecuación (2).¹⁵ Cada vez que esa relación llegue al Límite Natural de Endeudamiento (NDL), se registra la ocurrencia de una “crisis fiscal”. Para Brasil, utilizamos el valor de $b_t=57.18\%$, el máximo alcanzado por la relación deuda/PBI entre 1990 y 2006 como NDL.

Se consideraron tres preguntas distintas:

- a) Dado un valor inicial para la relación deuda/PBI, ¿con qué frecuencia el endeudamiento alcanza el nivel considerado como límite?
- b) Dado un valor inicial para la relación deuda/PBI, ¿cuál es el número mínimo de años necesarios para que el endeudamiento llegue a al nivel de crisis?
- c) ¿Cuál es la probabilidad de ocurrencia de crisis en el período mínimo? O sea, en el total de simulaciones, ¿cuántas veces la trayectoria de endeudamiento alcanzó el nivel de crisis en el período mínimo para que se registre crisis?

Consideramos tres escenarios posibles para la tasa de crecimiento del producto y de la tasa de interés real, y computamos 10000 simulaciones de 50 años partiendo de niveles o valores iniciales para la relación deuda/PBI. La relación deuda/PBI brasileña estuvo en torno a 30% hasta mediados de la década de 1980, cuando pasó a tomar una trayectoria ascendente, llegando a alcanzar un valor máximo de 57,18%.

Cenários Simulados	Taxa de Crescimento	Taxa de Juros Real
Cenário I	2,31	5,00
Cenário II	0,45	5,00
Cenário III	2,31	8,00
Cenário Atual	5,00	7,00

Primer escenario:

En el primer escenario se supone una tasa de crecimiento constante del PBI de 2,31%, correspondiente al crecimiento medio de la economía brasileña entre 1961 y 2005 y una tasa de interés real de 5% al año, nivel previsto para ser alcanzado en el año 2010, según el gobierno brasileño. Los resultados son presentados en la Figura 1.

¹⁵ Se supone que los gastos están en su valor promedio.

Figura 1
Crisis Fiscal en escenario I

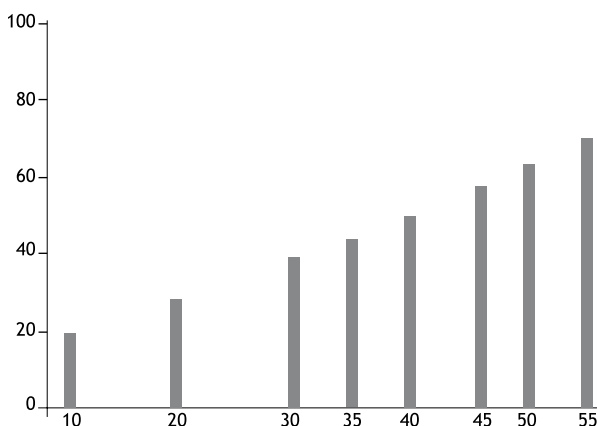


Tabla 4
Escenario I - Crecimiento (2,31% a.a.) y tasa real (5,0% a.a.)

Relação dívida/ PIB Inicial	Número mínimo (N) de períodos (anos) até atingir o NDL	Probabilidade de ocorrer uma crise fiscal em N períodos
10%	10	0,32%
20%	8	2,07%
30%	6	5,78%
35%	5	8,72%
40%	4	12,27%
46%	3	17,11%
50%	2	23,76%
55%	1	17,30%

En la Figura 1 se observa que, partiendo de una relación deuda/PBI de 30%, la frecuencia relativa de ocurrencia de crisis fiscal es de aproximadamente 40% en 10000 simulaciones de 50 años. Como es de esperar, la frecuencia relativa de ocurrencia de crisis aumenta en la medida en que el valor inicial de la relación deuda/PBI se eleva. Partiendo de un valor de la relación deuda/PBI de 46% al final de 2006, se observa que la frecuencia relativa de crisis se encuentra entorno al 50%.¹⁶

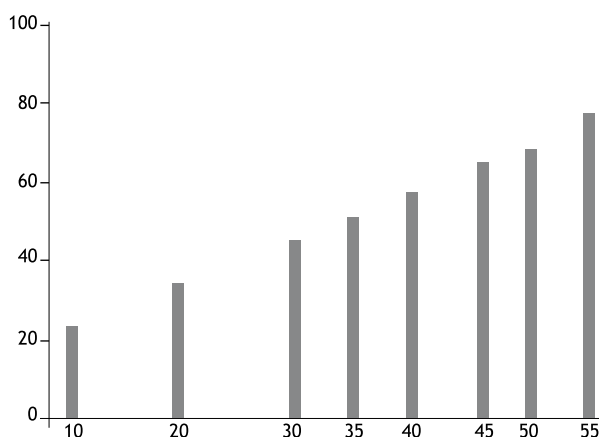
¹⁶ Para Mendoza y Oviedo (2006), la frecuencia relativa de ocurrencia de crisis fiscal es irrisoria en el caso de que la deuda inicial sea del 10% del PBI. Según nuestros resultados,

Segundo escenario:

El segundo escenario considera el efecto de una reducción de la tasa de crecimiento sobre las frecuencias relativas de crisis y la probabilidad de ocurrencia en el periodo mínimo hasta alcanzar el endeudamiento límite. Consideramos una tasa de crecimiento de 0,45% correspondiente a la media del periodo 1981-2005.

Como es esperado, con una tasa de crecimiento más modesta, las frecuencias relativas de crisis fiscal aumentan para cada nivel de la relación deuda/PNI (Ver Figura 2). De la misma forma, se verifica en la Tabla 5, que el número mínimo de años hasta que el endeudamiento límite (NDL) sea alcanzado se reduce en una unidad para todos los niveles de endeudamiento considerados, excepto 50% y 55% que permanecen inalterados.

Figura 2
Crisis Fiscal en escenario II



Los efectos del crecimiento sobre las probabilidades de crisis fiscal, más allá que son esperados, muestran que la generación de un mayor espacio fiscal debe mejorar las condiciones fiscales del gobierno, posibilitando así la generación de un ciclo virtuoso de crecimiento y equilibrio fiscal.

debido al patrón de ingresos del gobierno, para una relación deuda/PBI inicial de 10%, la frecuencia relativa de ocurrencia de crisis está cerca del 20% en 50 años. Por otro lado, aún cuando la relación deuda/PBI sea de 55%, valor próximo al NDL considerado, la frecuencia relativa de no ocurrencia de crisis es considerable, en torno al 30%.

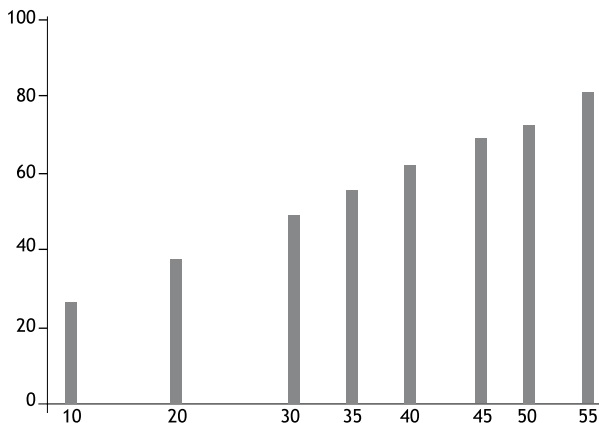
Tabla 5
Escenario II - Crecimiento (0,45% a.a.) y tasa real (5,0% a.a.)

Relação dívida/ PIB inicial	Número mínimo (N) de períodos (anos) até atingir o NDL	Probabilidade de ocorrer uma crise fiscal em N períodos
10%	9	0,81%
20%	7	2,32%
30%	5	3,23%
35%	4	4,97%
40%	3	7,43%
46%	2	12,10%
50%	2	23,52%
55%	1	39,72%

Tercer escenario:

El tercer escenario mantiene la tasa de crecimiento promedio observada para el período 1961-2005, pero considera una tasa de interés real más elevada, de 8% a/a. Se observa en la Figura 3 que, como se esperaba, las frecuencias relativas de crisis aumentan en relación al primer escenario considerado, en el cual la tasa de crecimiento también fue mantenida en 2,31%. Partiendo de un endeudamiento inicial del 46% del PBI, se verifica una frecuencia relativa de crisis superior al 60%.

Figura 3
Crisis Fiscal en escenario III



En relación a los plazos mínimos para la ocurrencia de crisis fiscal, los resultados de la Tabla 6 abajo, indican que el efecto de los intereses es equiparable al efecto de una reducción en la tasa de crecimiento del producto. Para un endeudamiento inicial del 30%, el número mínimo de años hasta la ocurrencia de una crisis es de 5 años, el mismo obtenido en el escenario II. Se verifica, sin embargo, que las probabilidades de crisis en el período mínimo aumentan significativamente. Para un nivel inicial de deuda del 30%, la probabilidad de crisis en el período mínimo es de 8,42% en el escenario III, comparados con el 5,78 obtenido en el escenario I. Para un nivel de deuda de 55%, la probabilidad de ocurrencia de una crisis aumenta de 39,72% en el escenario II (bajo crecimiento) a 40,46% en el escenario III (tasas de interés altas).

Tabla 6
Escenario III - Crecimiento (2,31% a.a.) y tasa real (8,0% a.a.)

Relação dívida/ PIB Inicial	Número mínimo (N) de períodos (anos) até atingir o NDL	Probabilidade de ocorrer uma crise fiscal em N períodos
10%	9	2,00%
20%	7	4,35%
30%	5	8,42%
35%	4	11,86%
40%	3	8,29%
46%	2	11,16%
50%	2	24,21%
55%	1	40,46%

Escenario actual: Crecimiento elevado y tasas de interés declinantes.

La economía brasileña tuvo un desempeño superior al esperado en el año 2007, terminando el año con una tasa de crecimiento del 5,4%. La política de reducción de la tasa básica de interés (SELIC), que tuvo inicio en septiembre de 2005, dejó a la SELIC en 11,25% en 2007. Considerando que la meta para la tasa de inflación está centrada en 4,5%, la tasa de interés real básica resultante es de 6,75%. Para las simulaciones, consideramos entonces como escenario actual, una tasa de crecimiento de 5% al año e intereses reales de 7%. Los resultados son presentados abajo en la Figura 4:

Figura 4
Crisis Fiscal en Escenario Actual

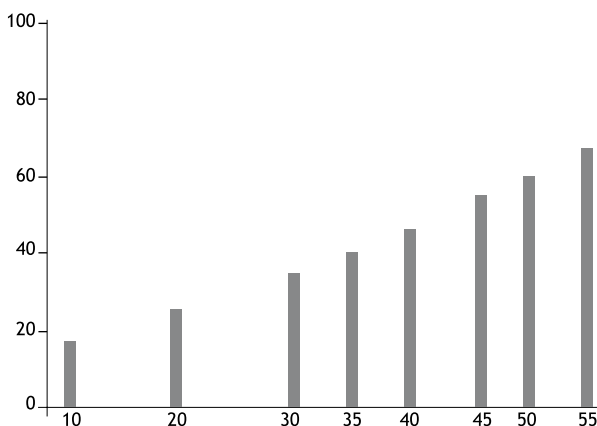


Tabla 7
Escenario Actual - Crecimiento (5,0% a.a) e interés real (7,0% a.a)

Relação dívida/ PIB Inicial	Número mínimo (N) de períodos (anos) até atingir o NDL	Probabilidade de ocorrer uma crise fiscal em N períodos
10%	11	0,93%
20%	8	0,86%
30%	6	1,90%
35%	5	3,15%
40%	4	5,03%
46%	3	15,65%
50%	2	11,70%
55%	1	17,50%

En el escenario IV, vemos que una tasa de crecimiento de 5% al año reduce bastante la probabilidad de ocurrencia de crisis para todos los niveles de relación deuda/PBI. La relación deuda/PBI se encuentra actualmente en el nivel de 40%. En ese nivel, la frecuencia relativa de crisis es levemente superior al 40% (ver Figura 4). El número mínimo de años hasta que el límite de endeudamiento (NDL) sea alcanzado permanece prácticamente al mismo que se observa en los demás escenarios analizados (4 años). No obstante, se observa en la Tabla 7 que para una deuda del 40% del PBI, la probabilidad de crisis sería más baja que en los otros escenarios analizados, indicando la relevancia del crecimiento para la situación fiscal.

Los resultados obtenidos deben ser vistos con cautela por algunas razones. En primer lugar, el coeficiente obtenido para el proceso markoviano de los ingresos del gobierno está cerca de la unidad y, de acuerdo a Tauchen (1986), se obtiene una mejor aproximación a la función de densidad probabilística de la serie cuando el coeficiente es menor a la unidad. En segundo lugar, la serie histórica utilizada es relativamente corta (1990-2006), período en el cual hubo grandes transformaciones en la economía brasileña. Como la dinámica estocástica del endeudamiento está dada principalmente por el comportamiento de los ingresos, creemos que otros mecanismos de corrección fiscal por parte del gobierno y de la alteración en sus gastos efectivos no son tenidos en cuenta en el cómputo de las simulaciones. Finalmente, comparando los resultados de las probabilidades de ocurrencia de crisis en el período mínimo, se observa la presencia de no linealidades. Por ejemplo, una deuda inicial del 46% del PBI está asociada a la ocurrencia de crisis en un plazo mínimo de 3% en el Escenario I, con probabilidades 17,11% con un plazo mínimo de 2 años en Escenarios II y III, con probabilidades de 12,10 y 11,16% respectivamente. O sea que, para ese nivel inicial de endeudamiento, una caída en la tasa de crecimiento del producto o un aumento de la tasa de interés real lleva a una reducción en la probabilidad de ocurrencia de crisis, aunque el plazo mínimo para su ocurrencia pase a ser más corto. Dado que esos efectos ocurren para niveles iniciales de endeudamiento más elevados, es razonable suponer que haya un proceso de endogenización de la tasa real de interés. En la medida que el nivel inicial de endeudamiento crezca, la tasa de interés exigida por el mercado para la aceptación de títulos más riesgosos aumenta y compromete la trayectoria de endeudamiento.

Desde el punto de vista de un mayor endeudamiento para la generación de espacio fiscal para el crecimiento, el análisis presentado indica que aunque la relación deuda/PBI se encuentra por debajo del nivel máximo sustentable, la probabilidad de una crisis aumenta considerablemente cuando se consideran niveles iniciales más elevados. Una vez que la ocurrencia de una crisis fiscal obliga a promover un ajuste fiscal cada vez más severo, se deterioraría el actual ambiente favorable a la inversión y los avances que han ocurrido en el proceso de integración del MERCOSUR (ver sección próxima), creemos que la posibilidad de utilización de un mayor endeudamiento para generar espacio fiscal para el crecimiento es efectivamente muy baja. Más allá de eso, conviene recordar que la actual trayectoria de reducción de la tasa básica de interés y a mejora en el perfil de deuda también ha sido posible gracias a, entre otros factores, a la caída en la relación deuda/PBI. O sea, consideramos que en lo que hace al endeudamiento, el espacio fiscal es bastante exiguo.

VI. ESPACIO FISCAL Y COORDINACIÓN DE POLÍTICAS EN EL MERCOSUR

A pesar de que las condiciones macroeconómicas brasileñas han presentado mejoras consistentes y de que el país da señales de haber entrado en un ciclo vigoroso de crecimiento (5,4% en 2007), el mantenimiento de las excelentes condiciones externas que proporcionaron el buen desempeño de las exportaciones y la acumulación de reservas internacionales capaces de tornar el país en acreedor líquido no está garantizada, ya que aun es incierta la dimensión real y la extensión de la crisis de la economía norteamericana, iniciada por el mercado subprime, y la capacidad efectiva de las economías en desarrollo, particularmente China, de mantener el dinamismo de la economía mundial. En ese contexto, el avance en la consolidación del bloque regional del MERCOSUR puede mostrarse valioso en lo que hace al fortalecimiento de las economías de los países miembros.

Las exportaciones e importaciones del MERCOSUR (tanto intrazona como con el resto del mundo) crecieron 17% y 25% respectivamente, en 2007, manteniendo un saldo positivo de aproximadamente US\$ 54 mil millones. Brasil ocupa una posición superavitaria en la relación comercial con los países miembros de MERCOSUR, aunque en el último año esa posición ha sido amenazada, con las importaciones de productos provenientes del bloque superando a las exportaciones al bloque, principalmente debido a la fuerte valorización del Real. En relación al resto del mundo, el MERCOSUR ha tenido un gran aporte de recursos externos con inversiones directas en el orden de los US\$ 25,1 mil millones en 2006, acompañados de un creciente proceso de internacionalización de empresas, principalmente brasileñas.

Las condiciones externas favorables asociadas a un mejor desempeño macroeconómico experimentado por el MERCOSUR favorecieron una mayor disposición de los países miembros para avanzar en el proceso de integración, aunque en cumplimiento de las metas fiscales, definidas en la Declaración de Florianópolis a partir de la creación del Grupo de Monitoreo Macroeconómico en 2000, no han sido cumplidas plenamente por todos los países miembros.¹⁷ Hay expectativas de que los avances en la agenda de integración microeconómica con el tratamiento adecuado de las llamadas asimetrías regionales (cuestiones de escala y nivel de desarrollo), la armonización de normas, principalmente financieras, puedan ampliar

17 La llamada Declaración de Florianópolis estableció tres metas básicas, un límite de 3% para las Necesidades de Financiamiento del Sector Público Consolidado, a partir de 2002; un límite máximo del 40% del PBI para la deuda neta del Sector Público Consolidado a partir de 2010, con evaluación de la trayectoria para el cumplimiento de la meta con base al promedio del trienio a partir de 2005; límite máximo de 5% para el período 2002/2005 y 4% (núcleo inflacionario) a partir de 2006.

la integración macroeconómica del MERCOSUR. En ese sentido, las recientes reuniones del grupo fueron particularmente productivas.

En lo que se refiere al espacio fiscal para el crecimiento, podemos destacar las siguientes iniciativas y avances principales:

- a) El inicio del funcionamiento del Fondo para la Convergencia Estructural y el Fortalecimiento Institucional del MERCOSUR (FOCEN) que tiene su primer presupuesto aprobado para 2007, materializando un total de U\$S 125 millones en aportes de recursos (referente a los años 2006 y 2007). El presupuesto contempla gastos como la instalación y funcionamiento de una unidad técnica para la evaluación y acompañamiento de proyectos. Los recursos deben ser aplicados mediante la presentación de proyectos en proporción porcentual 10/10/48/32 para Brasil, Argentina, Paraguay y Uruguay y deben priorizar las regiones menos desarrolladas del bloque. Aunque los aportes financieros sean modestos y aunque no hayan sido totalmente destinados a proyectos (no hay consenso sobre algunos de estos), y siendo en ese sentido Brasil históricamente un proveedor de fondos netos para el MERCOSUR, un mayor dinamismo de las economías del bloque gracias a esos recursos, ciertamente beneficia a la economía brasileña.
- b) La viabilización de la utilización de la moneda local para las transacciones comerciales entre Brasil y Argentina. El sistema acordado entre los bancos centrales de esos países debe entrar en vigor este año y deberá reducir los costos financieros de transacción de las pequeñas empresas ya que, según el Banco Central, aproximadamente el 45% de las transacciones bilaterales correspondieron a valores inferiores a U\$S 15 mil.
- c) Las tentativas de fortalecimiento de la integración productiva entre los países del bloque y los proyectos de infraestructura. A pesar de los desafíos representados por la existencia de diferencias significativas en la escala de producción, asimetrías en el grado de desarrollo tecnológico, dificultades en la armonización de normas y trámites jurídicos, el avance de iniciativas como la reciente propuesta de la constitución del Fondo MERCOSUR de apoyo a pequeñas y medianas empresas, la creación de un observatorio para la identificación de sectores dinámicos del bloque y sus principales dificultades, deben contribuir a un mayor fortalecimiento de las cadenas productivas y la articulación de empresas. Se destacan el Programa de Desarrollo de Proveedores de petróleo y gas, el Programa de Complementación de la Cadena Productiva Automotriz, el Programa de Cadenas Productivas vinculadas a Turismo y la creación de un Grupo de Trabajo Especial sobre Biocombustibles. En lo que hace a la infraestructura, la implementación de proyectos comunes de integración amplía el espacio fiscal para el crecimiento en la medida en que esto reduzca el costo para los socios individuales y dinamice las economías directamente involucradas en el proyecto. Los avances

el proyecto de Integración Regional de América del Sur ara la integración de los tendidos ferroviarios y las carreteras y del sector de energía, aunque dependan de negociaciones más complejas por involucrar un mayor número de países, ciertamente beneficiarán a la economías brasileña.

- d) Los proyectos de promoción de la integración financiera entre los cuales se destaca el avance en la creación del Banco de Desarrollo del MERCOSUR (Banco del Sur), cuyo objetivo principal será financiar proyectos de largo plazo en infraestructura y energía. Las negociaciones sobre los aportes financieros de cada socio, el monto total de recursos y los criterios de riesgo están en marcha. La destinarse a proveer recursos de largo plazo, el Banco viabilizará conjuntos de proyectos de intereses comunes a los demás países del bloque.

Lo avances en la agenda interna del MERCOSUR, con una mayor profundización de la integración económica, puede generar un mayor espacio fiscal para el crecimiento al dinamizar las economías del bloque. Desde el punto de vista doméstico, cabe al gobierno brasileño empeñarse en mejorar la eficiencia de los gastos del sector público, dada su rígida estructura, y acelerar las reformas necesarias, principalmente en lo que hace a la racionalización y simplificación del sistema impositivo (la propuesta de Reforma Tributaria parece un buen punto de partida) de forma de eximir a la producción. La armonización de las legislaciones fiscales domésticas podría contribuir a la reducción del impacto de la política tributaria sobre las decisiones de inversión de las empresas del bloque regional, facilitando el proceso de integración productiva.

VII. COMENTARIOS FINALES

Este artículo analizó la situación fiscal reciente de la economía brasileña, la sustentabilidad fiscal y los principales desafíos para la generación de un mayor espacio fiscal para el crecimiento en el contexto del MERCOSUR. El consenso actual en torno a la idea de que el éxito de las políticas fiscales para la estabilización viene a costas de menores tasas de crecimiento ha llevado a las autoridades a empeñarse en la utilización de la política fiscal para generar un mayor espacio fiscal para el crecimiento económico. La formación del MERCOSUR tiene como uno de sus principales objetivos la creación de un espacio económico común a las economías participantes del proyecto de integración, abriendo oportunidades para flujos comerciales intraregionales más intensos y para el fortalecimiento de las economías regionales en las relaciones comerciales mundiales.

Las cuentas públicas presentadas revelan que el esfuerzo fiscal tiene un patrón de elevado superávit fiscal y fuerte carga tributaria que ha permitido una reducción, aunque gradual, en la relación deuda neta del sector público/PBI. Las mejoras también han ocurrido en la composición de la deuda debido a la reducción de las deudas indexadas al tipo de cambio y al aumento en la participación relativa de los títulos nominales, los cuales reducen los efectos de los shocks macroeconómicos sobre el stock de deuda pública y permiten un mejor funcionamiento de la política monetaria.

En lo que hace a la generación de espacio fiscal par al crecimiento, concluimos que dada la rigidez de cerca del 68% de los gastos primarios del gobierno central en personal y pagos provisionales, se podrían conseguir mejoras en el espacio fiscal alterando la composición de gastos de capital a favor de mayores inversiones. En este aspecto, el Programa de Aceleración de la Inversión representa un avance importante.

En lo que se refiere a una mayor movilización de los ingresos, creemos que dados los actuales niveles y características de la carga tributaria brasileña, un mayor espacio fiscal para el crecimiento podría ser generado a través de la racionalización del sistema impositivo de forma de corregir las distorsiones del actual sistema que afectan la competitividad de los productos brasileños. La propuesta presentada por el gobierno es ciertamente un buen punto de partida. En lo que hace al endeudamiento, aunque el nivel actual de la relación deuda neta/PBI está debajo de lo que consideramos el “nivel máximo sustentable”, la probabilidad de crisis aumenta considerablemente cuando la deuda alcanza niveles más elevados. Es así que creemos que la efectiva posibilidad de un mayor nivel de endeudamiento para generar espacio fiscal no es muy elevada. Más allá de eso, una mayor probabilidad de crisis podría afectar el actual ambiente favorable de inversión y perjudicar los avances en el proceso de integración del MERCOSUR.

Finalmente, desde el punto de vista de la generación de espacio fiscal a través de una mayor coordinación de políticas entre los países miembros de MERCOSUR, creemos que los intentos de fortalecimiento de la integración productiva con avances en la llamada agenda microeconómica de integración pueden crear un mayor dinamismo en las economías del bloque. Las diferencias regionales representan hoy uno de los principales desafíos al proceso de integración regional. En ese sentido, el Fondo para la Convergencia Estructural y el Fortalecimiento Institucional del MERCOSUR y el Banco de Desarrollo del MERCOSUR representan avances importantes.

APÉNDICE

El vector de realizaciones de los ingresos del gobierno contiene n=5 elementos, indicando así cinco posibles estados para los ingresos en un período determinado:

Tabla 1
Vector de realizaciones de los ingresos del gobierno
(en % del PBI)

$\tau^1 = \bar{\tau} - 2\sigma_{\tau}$	$\tau^2 = \bar{\tau} - \sigma_{\tau}$	$\tau^3 = \bar{\tau}$	$\tau^4 = \bar{\tau} + \sigma_{\tau}$	$\tau^5 = \bar{\tau} + 2\sigma_{\tau}$
17,46	21,22	24,96	28,71	32,46

El método numérico propuesto por Tauchen (1986) es utilizado para aproximar la autocorrelación de primer orden a un proceso de Markov y el coeficiente de variación efectivamente observado para los datos brasileños y obtener los elementos de la matriz de transición P de acuerdo con:

$$\mathbb{P} = \begin{pmatrix} P(\tau_t = \tau^1 | \tau_{t-1} = \tau^1) & P(\tau_t = \tau^2 | \tau_{t-1} = \tau^1) & \cdots & P(\tau_t = \tau^5 | \tau_{t-1} = \tau^1) \\ P(\tau_t = \tau^1 | \tau_{t-1} = \tau^2) & P(\tau_t = \tau^2 | \tau_{t-1} = \tau^2) & \cdots & P(\tau_t = \tau^5 | \tau_{t-1} = \tau^2) \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ P(\tau_t = \tau^1 | \tau_{t-1} = \tau^5) & P(\tau_t = \tau^2 | \tau_{t-1} = \tau^5) & \cdots & P(\tau_t = \tau^5 | \tau_{t-1} = \tau^5) \end{pmatrix}$$

$$\mathbb{P} = \begin{pmatrix} P_{11} & P_{12} & \cdots & P_{15} \\ P_{21} & P_{22} & \cdots & P_{25} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ P_{51} & P_{52} & \cdots & P_{55} \end{pmatrix}$$

Las probabilidades son dadas por:

$$P_{jk} = F\left(\frac{\tau^k - \lambda \tau^j + \frac{\omega}{2}}{\sigma_\varepsilon}\right) - F\left(\frac{\tau^k - \lambda \tau^j - \frac{\omega}{2}}{\sigma_\varepsilon}\right)$$

para $2 \leq k \leq 4$. Para $k=1$ y $k=5$, tenemos, respectivamente:

$$P_{j1} = F\left(\frac{\tau^1 - \lambda \tau^j + \frac{\omega}{2}}{\sigma_\varepsilon}\right)$$

$$P_{j5} = 1 - F\left(\frac{\tau^5 - \lambda \tau^j - \frac{\omega}{2}}{\sigma_\varepsilon}\right)$$

Donde, λ y ε representan, respectivamente, el coeficiente y el residuo de la regresión:

$$\tau_t = \lambda \tau_{t-1} + \varepsilon_t$$

Para calcular la matriz de transición se estimó $\lambda = 0,9816$. La matriz de transición P obtenida utilizando una distribución probabilística t con $gl=15$ y dada por:¹

$$\mathbb{P} = \begin{pmatrix} 0,65424503 & 0,2043575 & 0,1014518 & 0,03236645 & 0,007579202 \\ 0,39436679 & 0,2644733 & 0,2025431 & 0,09973481 & 0,038881990 \\ 0,17548285 & 0,2237000 & 0,2642289 & 0,20071460 & 0,135873639 \\ 0,05507937 & 0,1236482 & 0,2252868 & 0,26394498 & 0,332040616 \\ 0,01184122 & 0,0446434 & 0,1255253 & 0,22685070 & 0,591139407 \end{pmatrix}$$

Dada la matriz de transición, se generó una secuencia de 50 años de realizaciones de los ingresos $[\tau_1, \tau_2, \tau_3, \dots, \tau_T]$, a partir de valores obtenidos aleatoriamente de una distribución uniforme $U(0,1)$. Es decir, los “estados” de los ingresos en torno al promedio son considerados equiprobables.



¹ Tauchen (1986) utiliza una distribución normal. Utilizamos la distribución t debido al tamaño de la muestra disponible.

4

ESPACIO FISCAL PARA EL CRECIMIENTO EN URUGUAY

Diego Aboal
Bibiana Lanzilotta
Marcelo Perera*

.....

El desafío que implica la generación de espacio fiscal requiere una evaluación de los posibles efectos de la inversión pública en el crecimiento de largo plazo. La limitación de la información disponible no permite avanzar demasiado en este sentido. Los resultados obtenidos indican que tanto el capital humano como el capital privado son elementos importantes en la relación de largo plazo con el producto. Sin embargo, el PIB parece ser (débilmente) exógeno y los resultados indican que

los *shocks* negativos sobre el producto tienden a generar una reducción endógena en el stock de capital en la economía.

Finalmente, se discute la posibilidad de acuerdos para la cooperación fiscal entre los países del Mercosur. Más allá de las dificultades para alcanzar acuerdos en el corto plazo, se analiza qué tipo de política de cooperación fiscal y financiera en el bloque puede generar espacio fiscal adicional para Uruguay. En la medida en que un acuerdo sobre la conformación de un fondo de estabilización y la coordinación de reglas fiscales entre los socios del bloque sea posible, y cumpla con sus cometidos, Uruguay sería un ganador. Los beneficios se vinculan a la elevada dependencia económica del país con la región, cualquier medida o acuerdo que contribuya a la estabilidad regional, tendrá un importante impacto indirecto en la economía uruguaya.

I. INTRODUCCIÓN

La situación macroeconómica de Uruguay ha sufrido un vuelco significativo en un período relativamente breve, en el que se llevaron a cabo cambios fiscales y monetarios que coadyuvaron a crear una situación macroeconómica más desahogada. Así, se pasó de una situación de crisis y desequilibrio, con dificultades de financiamiento externo y con exportaciones creciendo a un ritmo muy bajo, a otra situación en la cual repaga deuda, financia al resto del mundo y las exportaciones están creciendo a tasas elevadas. No es posible ignorar, no obstante, que esta situación se está produciendo dentro de un contexto internacional favorable, con precios internacionales tonificados por la creciente demanda de materias primas de los países asiáticos.

El objetivo de este trabajo es evaluar el espacio fiscal para el crecimiento y la posible contribución del MERCOSUR. Con tal fin, en primer lugar se analiza la evolución de las cuentas fiscales y de la deuda pública, así como grado de sostenibilidad y vulnerabilidad fiscal que presenta Uruguay en la actualidad. Todo lo cual permite dar cuenta de las restricciones y potencialidades que enfrenta la economía, provenientes del frente fiscal, para asegurar una tasa de crecimiento sostenido.

El estudio toma como un dato las estructuras de gasto y tributación que están detrás de la generación de un superávit primario dado y se concentrará en evaluar el grado de sostenibilidad financiera alcanzado a través del análisis de la interacción entre deuda y superávit esperados en un contexto de volatilidad.

En segundo lugar, y ante los problemas que plantean las restricciones fiscales se discuten los desafíos del crecimiento desde una perspectiva de generación de espacio fiscal. Por último, y en función de las dificultades para generar espacio fiscal que enfrenta Uruguay, no planteamos en qué medida el MERCOSUR puede ayudar, a través de mecanismos de coordinación e integración, constituyéndose ésta en una nueva dimensión del “diamante” de espacio fiscal. El análisis se enfoca a evaluar los cambios en el plano fiscal a los efectos de estimar si es posible generar más “espacio fiscal” para el crecimiento a través de la coordinación de iniciativas fiscales específicas y la creación de mecanismos regionales para optimizar el manejo de los recursos externos que se acumulan a partir de los superávits de cuenta corriente.

El documento se estructura de la siguiente forma. En la siguiente sección se presenta la evolución reciente de las cuentas públicas acudiendo a medidas estructurales. En segundo lugar, mediante ecuaciones de crecimiento, se exploran los efectos de la inversión y el capital público en el crecimiento de largo plazo (sección III). A continuación se evalúan las restricciones fiscales que enfrenta el sector público mediante un diagnóstico de la estructura y los determinantes de la

deuda (sección IV), y luego se realizan algunos test de sustentabilidad y un análisis de la vulnerabilidad de la deuda pública uruguaya (sección V). El documento concluye con algunas reflexiones sobre la situación de Uruguay en un escenario de coordinación regional en el plano fiscal (sección VI).

II. EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS FISCALES

Como punto de partida para determinar el espacio fiscal y discutir la posibilidad de coordinación en el MERCOSUR, es preciso dar cuenta de las restricciones que ha enfrentado y enfrenta la economía en este plano. Es por ello que en esta sección se analiza la evolución de las cuentas públicas a través de algunos indicadores fiscales.

En los últimos cinco años el sector público ha generado significativos superávits primarios, los cuales se han visto favorecidos por el importante dinamismo de la actividad económica (véase gráfico II.1). En efecto, durante los últimos cinco años, la economía ha crecido a una tasa promedio anual de 7%; el ciclo de actividad se sitúa en 2007, 4% por encima de su tendencia de largo plazo.

No obstante, la evaluación del resultado de la política fiscal requiere de indicadores estructurales que permitan separar los factores discrecionales de los exógenos, y los permanentes de los transitorios, de modo tal de depurar los resultados de los factores ajenos a la política fiscal discrecional y extraer conclusiones más ajustadas sobre las restricciones y condicionantes de orden fiscal.

Un indicador fiscal ajustado por el ciclo tiene por cometido determinar el resultado fiscal si el nivel de actividad económica se hubiera ubicado en su tendencia de largo plazo, es decir, depurando de los movimientos cíclicos del nivel de actividad. En su nivel de tendencia el PIB no se encuentra afectado por ningún factor extraordinario, por lo que no existen elementos cíclicos que generen efectos exógenos en los ingresos y gastos del sector público. Por tanto, constituye un indicador fiscal estructural debido a que quita los componentes cíclicos tanto del gasto como de la recaudación, conservando los más estructurales (Ford, 2005). Autores como Fernández-Arias (2006) sugieren que éste debería ser el indicador fiscal de referencia con el que las autoridades de gobierno deberían comprometerse.

En el gráfico II.1 se describe la evolución del resultado primario del Sector Público No Financiero, el ajustado por el ciclo y el ciclo del PIB¹. Se observa que aún

1 La estimación del resultado ajustado por el ciclo, fue realizada por separado a partir del ajuste de los ingresos y gastos del Sector Público No Financiero (SPNF). Estas estimaciones surgen de modelos de cointegración siguiendo la metodología de Johansen, que relacionan las variables de ingresos y gastos con la de nivel de actividad, durante el período 1975 a 2007, utilizando datos trimestrales. En el caso de los egresos, la relación de largo plazo hallada incluye a los egresos por salarios y pasividades, los que representan 60% del gasto total del SPNF. Las ecuaciones resultantes de estas estimaciones se presentan a continuación. Las

el resultado ajustado por el ciclo ha mostrando valores elevados en los últimos años en la comparación historia. En el año 2007 el resultado primario alcanzó el 2,8%² del PIB, mientras que el ajustado fue del 1,5%. El indicador fiscal estructural ha mostrado, por lo tanto, una situación relativamente holgada de las cuentas públicas.

En los períodos de ciclo positivo (cuando el PIB se sitúa por encima de su tendencia) el resultado observado es superior al ajustado, en tanto que en las fases negativas del ciclo se da la situación inversa. Este comportamiento se explica por la incidencia diferenciada del ciclo económico sobre ingresos y gastos públicos. Los ingresos fiscales presentan una fuerte correlación con el nivel de actividad. En contraste, solamente algunas partidas de gastos se ajustan de acuerdo a la actividad económica por lo que la reacción del gasto total ante cambios del ciclo es mucho más limitada. De esta manera, en las fases positivas (negativas) del ciclo los ingresos públicos se elevan (reducen) a tasas mayores que los gastos, ubicando el resultado fiscal en niveles superiores (inferiores) a los que se hubiesen observado en situaciones “normales”.

A los efectos de caracterizar la discrecionalidad de la política fiscal en los últimos años, calculamos un indicador de *impulso fiscal*, que busca medir qué parte de los cambios en el resultado del sector público corresponde exclusivamente a decisiones deliberadas de la política fiscal. El impulso fiscal se define como la variación del resultado fiscal ajustado por el ciclo entre dos años consecutivos³. Un

salidas completas, así como los test de Johansen correspondientes pueden solicitarse a los autores. Las variables están consideradas en su transformación logarítmica.

(1) Ecuación de ingresos: $Ing_tot_SPNF = 6,075 + 1,07 \cdot pib$
(0,115)

(2) Ecuación de ingresos: $Eg_SPNF = 5,24 + 1,14 \cdot pib$
(0,179)

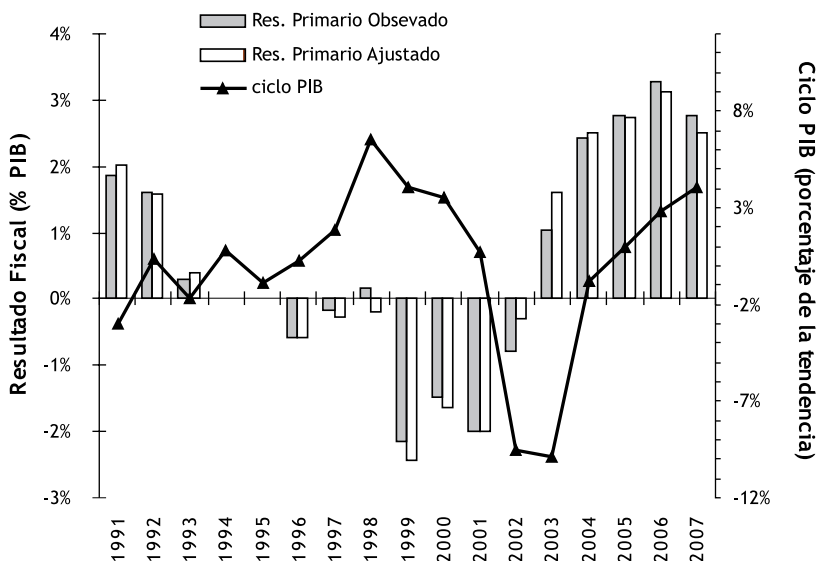
Las elasticidades tanto de los ingresos como de los egresos respecto del PIB fueron en ambos casos superiores a la unidad, resultando la elasticidad de los egresos (que se consideraron), superior a la de los ingresos. En la ecuación de ingresos el contraste de exogeneidad débil respecto del PIB dio como resultado que era posible aceptar esta condición, por lo que la ecuación finalmente estimada incluyó esta restricción. No ocurrió lo propio con la variable PIB dentro de la ecuación de egresos (la restricción era aceptada a un nivel de significación de 10%), por lo que en la ecuación restringida final no se supuso la exogeneidad de dicha variable resultó. Los contrastes de exogeneidad débil y de exclusión se presentan también en Anexo.

La estimación de los ingresos y egresos ajustados por el ciclo (Ing_aj y Eg_aj) en cada período (t) se efectuó descontando a los valores originales (observados) el desvío respecto del valor de tendencia del PIB en t (el componente cíclico) multiplicado por la elasticidad al PIB hallada. Para la extracción de los componentes tendenciales y cíclicos del PIB se aplicó del filtro de Hodrick-Prescott sobre los componentes de tendencia-ciclo estimados a partir de una descomposición basada en un modelo univariante del PIB. Por último, se obtuvo la variable resultado fiscal ajustado por el ciclo ($RFaj$), a partir de la simple resta de los componentes ingresos y egresos ajustados.

2 En rigor el resultado primario de 2007 fue inferior, 2,2% del PIB, no obstante, se corrigió debido a que incluyen algunas partidas extraordinarias, por única vez.

3 Es decir, $ImpF_t = RFaj_t / RFaj_{t-1} - 1$. Se representa en porcentaje.

Gráfico II.1
Resultado primario del Sector Público No Financiero (como porcentaje del PIB), observado y ajustado, y ciclo del PIB (a)



(a) Las cifras de 2007 corresponden al resultado acumulado a setiembre de 2007.

Fuente: elaborado propia en base a BCU y MEF.

impulso fiscal positivo (negativo) implica que a igualdad de condiciones cíclicas, el resultado se ubicaría en un nivel inferior (superior), por lo que la política fiscal presentaría un sesgo expansivo (contractiva). En la medida de que la política fiscal persiga un objetivo estabilizador del ciclo económico, en las fases recesivas deberían observarse impulsos fiscales neutros o expansivos, en tanto que en las fases positivas la política fiscal discrecional debería ser neutra, o contractiva.

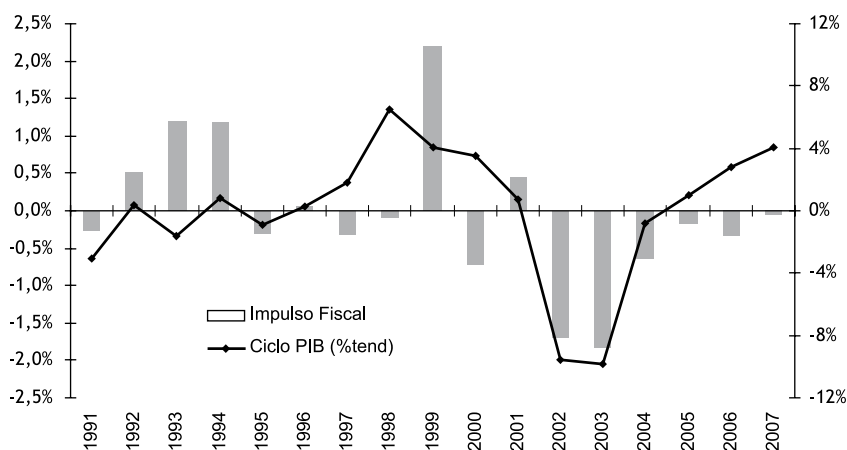
Como se observa en el gráfico II.2, en los años preelectorales⁴ (con excepción de 2004), se constatan impulsos positivos y significativos, lo que indica que los gobiernos han actuado de manera expansionista en los años previos a las elecciones. Por otra parte, las estimaciones indican que en los últimos años las decisiones discrecionales han presentado un sesgo levemente contractivo en todos los años, lo que podría estar mostrando una conducta fiscal de tipo anti-cíclico.⁵

4 1994, 1999 y 2004.

5 No obstante, las conclusiones derivadas de este indicador que complementan el del resultado fiscal ajustado por el ciclo deben tomarse con cautela. Una limitación de esta medida refiere a que la misma no considera el nivel de los resultados fiscales, sino su variación respecto del año previo.

La relativa rigidez del gasto ante variaciones en el ciclo señala la existencia de ciertas restricciones para la generación del espacio fiscal, vía la mejora en la eficiencia del gasto. Ello se vincula con la importante participación de los gastos permanentes tales como las remuneraciones y los gastos de previsión social, en la estructura del presupuesto público. Si bien recientemente mostraron cierto descenso, estos rubros representaron aproximadamente el 70% en los últimos cinco años, en tanto los gastos de inversión dieron cuenta de apenas el 7% del gasto total en el mismo período.

Gráfico II.2
Impulso fiscal del Gobierno Central y ciclo del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a BCU y MEF.

Los gastos de inversión, son usualmente los candidatos a ser ajustados en los momentos de recesión y crisis, con las eventuales consecuencias negativas sobre el crecimiento a medio plazo. El refuerzo de la disciplina fiscal promovido en respuesta a la inestabilidad financiera y las crisis macroeconómicas ha tenido un alto costo en términos de la inversión pública en infraestructura (Calderón y Servén, 2004). De hecho, Servén (2004) sostiene que el recorte de las inversiones públicas en infraestructura, es una estrategia de ajuste ineficiente, debido a que es discutible el efecto neto que un recorte de la inversión en infraestructuras tiene sobre la solvencia fiscal. Si bien, el efecto directo del recorte del gasto es elevar la riqueza neta (o solvencia) del sector público, posee un efecto indirecto de signo opuesto que anula parte del efecto directo. Éste se liga a que la contracción de la inversión en infraestructura reduce el crecimiento futuro, y por tanto la recaudación fiscal y la capacidad de repago del sector público.

Cuadro II.1
Estructura del gasto del sector público (porcentaje)

	Remuneraciones y Previsión Social	Gastos y Transferencias	Inversiones
1999	66,2%	22,5%	11,2%
2000	70,6%	20,9%	8,5%
2001	70,2%	21,9%	7,9%
2002	73,7%	19,9%	6,4%
2003	71,1%	22,6%	6,3%
2004	68,0%	23,8%	7,7%
2005	67,1%	25,8%	7,1%
2006	65,7%	26,7%	7,6%
2007	62,6%	29,0%	8,1%

Nota: Los gastos no incluyen intereses.

Fuente: *Elaboración en base de datos MEF.*

III. DESAFÍOS DEL CRECIMIENTO DESDE UNA PERSPECTIVA DE GENERACIÓN DE ESPACIO FISCAL

Los resultados presentados en la sección anterior sugieren la probabilidad de existencia de espacio fiscal adicional para los próximos años en Uruguay. La existencia de este espacio fiscal abre el debate sobre el mejor empleo de los recursos disponibles.

Un primer objetivo de la política fiscal es la posibilidad de explotar su papel estabilizador de los ciclos económicos, por lo cual parte de estos recursos acumulados en fases expansivas deberían ahorrarse o alternativamente usarse para cancelar deuda. Sin embargo, la política fiscal también puede contribuir a cimentar y aún fortalecer el crecimiento económico. En Uruguay poco se sabe sobre el impacto de la política fiscal sobre el crecimiento, aunque la intuición y la teoría indican que existen algunos componentes del gasto público que pueden tener efectos sobre el desempeño a largo plazo de la economía.

Los asignación de recursos públicos a las inversiones en infraestructura, o más en general en bienes de capital (Barro, 1990), los gastos en educación (Keuschnigg and Fisher, 2002) y salud (Bloom *et al.*, 2001) que incrementan el capital humano (Lucas, 1988), y aún en planes sociales, por la vía de la reducción de pobreza y desigualdad, son los más estudiados en la literatura como los gastos con mayor retorno social y con efectos sobre el crecimiento (Benabou, 1996). Por su parte, el gasto público improductivo debería tener un impacto negativo sobre el crecimiento (Barro, 1990, 1991). También el nivel de presión impositiva mediante su efecto distorsionante puede impactar negativamente sobre el crecimiento (Barro, 1990; Barro y Sala-i-Martin, 1992).

A los efectos de tener una cuantificación de esta relación se procedió estimar ecuaciones de crecimiento con modelos de corrección de error (VEC) aplicados a datos comprendidos entre el primer trimestre del año 1986 y el último trimestre del año 2005, es decir para los últimos 20 años. A continuación se presentan algunos de los resultados obtenidos (cuadro III.1).⁶

La primera regresión que se presenta es una típica regresión de crecimiento donde se incluyen medidas de stock de capital público, stock de capital privado, y trabajo ajustado por nivel de capital humano. Todas las variables son significativas al 5% a excepción de la variable “capital público”.

6 Las salidas completas con los detalles sobre la definición, construcción y propiedades de las series (orden de integración, etc.) y sobre los modelos (test de cointegración, propiedades de los residuos, contrastes de exclusión etc.), pueden ser solicitadas a los autores.

Cuadro III.1
Relaciones de Cointegración. Variable “dependiente”: $\log(\text{PIB})$

Variables en logs\ modelo:	(1)
KPUB	-0.023323
	(0.20666)
	[-0.11286]
KPRIV	0.586709
	(0.15862)
	[3.69892]
LKH	0.653894
	(0.18354)
	[3.56275]
C	-4.956904
	(1.82627)
	[-2.71422]

El signo en la relación de largo plazo de las variables significativas es el esperado, tanto el capital privado como el trabajo ajustado por capital humano tienen un coeficiente positivo. Por su parte, el coeficiente del capital público es negativo aunque no significativo, por lo cual el capital público parece no tener efecto relevante en esta relación de equilibrio. No obstante, es justo precisar que el capital público está constituido en una gran proporción por construcciones y en menor medida por maquinarias y equipos,⁷ y son precisamente las primeras las que sufren de mayores problemas de medición, por lo que no debe descartarse la existencia de un problema de medición en el stock de capital público.

Si observamos los coeficientes del término de corrección de error (ver cuadro III.2) veremos que únicamente aquellos pertenecientes al capital privado y al trabajo ajustado por capital humano son significativos, por tanto el PIB aparece como débilmente exógeno.

Una posible interpretación de esta evidencia es que en Uruguay la evolución del producto está fuertemente afectada por las condiciones de demanda aún en el largo plazo, más que por factores de oferta. En particular, el nivel de actividad de las economías de la región son importantes determinantes del PIB de Uruguay

⁷ La proporción invertida en construcciones ha sido 77% mientras que en maquinaria y equipos ha sido un 23% en el período 1986-2006. Si tomamos en cuenta que las maquinarias y equipos se deprecian a un mayor ritmo que las construcciones, es altamente probable que el capital público este conformado en más de un 80% por construcciones.

(Lanzilotta, *et al.* 2003). Dado esto, los ajustes a desequilibrios parecen recaer sobre los factores de producción.

Cuadro III.2
Coefficientes del término de corrección de error del Modelo 1
(o velocidad de ajuste a los desequilibrios)

Corrección de Error:	D(LOG(PIB))	D(LOG(KPriv))	D(LOG(KPub))	D(LOG(LKH))
	-0.138066	0.027356	-0.002490	0.203785
	(0.12289)	(0.00885)	(0.01724)	(0.05859)
	[-1.12352]	[3.09102]	[-0.14443]	[3.47835]

En un segundo modelo (que no se presenta aquí) se incorporaron dos variables fiscales, gasto en educación y gasto en salud, no obstante las mismas no resultaron significativas. La no significación del gasto en educación puede explicarse en el hecho de que el mismo estaría siendo recogido por el factor “trabajo ajustado por calidad (o educación)”. Por otra parte, el gasto en salud probablemente no sea una buena *proxy* al nivel (o stock) de salud en general, el que sí debería tener un efecto positivo sobre el PIB.

Más allá de las limitaciones del análisis, dos resultados parecen bastante robustos. Por una parte tanto el capital humano, o del “trabajo ajustado por calidad”, como el capital privado son elementos importantes en la relación de largo plazo con el PIB. Sin embargo, el PIB parece ser (débilmente) exógeno, por lo cual ante situaciones de desequilibrio estos dos factores son los que realizan el ajuste. Esto indicaría que los *shocks* negativos sobre el producto tienden a generar una reducción endógena del stock de capital privado como así también en los niveles de trabajo ajustado por calidad.

Si únicamente a partir de esta evidencia tuviéramos que especular sobre el mejor uso de recursos públicos o del espacio fiscal disponible, probablemente diríamos que habría que invertir para incrementar o facilitar el incremento del *stock* de capital privado y de capital humano para fortalecer el crecimiento a largo plazo. Asimismo, aún en el corto plazo una política de inversión pública contracíclica podría atenuar las fluctuaciones que evidencia el *stock* de capital privado a lo largo del ciclo. No obstante, estas conclusiones deberán tomarse con precaución debido a los problemas en la medición del capital público. Probablemente no se estaría recogiendo el efecto de la infraestructura en el crecimiento de la economía uruguaya, probada a nivel internacional en varios estudios (véase por ejemplo, Calderón y Servén, 2004).

IV. LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA URUGUAYA

El propósito de examinar la composición de deuda en lo que hace a *duration*, *maturity*, moneda de denominación y mecanismos de indexación se justifica en el hecho de que esa estructura impone restricciones al manejo de las variables asociadas con el régimen monetario y cambiario.

La situación del endeudamiento público en Uruguay ha mostrado una significativa mejoría en los últimos años, alcanzando ratios de deuda-producto más sostenibles que los previos a la crisis de 2002. La deuda bruta del gobierno central alcanza a fines de 2007 a 16.321 millones de dólares, mientras que los activos del sector público representan unos 6.674 millones, resultando un endeudamiento neto de 9.647 millones. Si se observan los ratios respecto al producto (Cuadro III.1), se advierte la mejora sustancial respecto los años inmediatos a la crisis, lo que indica una trayectoria descendente del peso de la deuda pública. No obstante, si se prolonga la comparación hasta 1999, se percibe que aún dista significativamente de la situación a ese año.

El ratio deuda-producto es un indicador insuficiente a la hora de determinar el grado de sustentabilidad fiscal. En efecto, este indicador recoge las influencias de sus determinantes (resultado fiscal primario, nivel de actividad, inflación en dólares, tasa de interés internacional y riesgo país), tanto en su evolución como en la volatilidad de sus variaciones (para el caso uruguayo véase por ejemplo Vicente y Rial, 2003; Borchardt, Rial y Sarmiento, 1998). Fernández-Arias (2006) propone la utilización de medidas sintéticas alternativas, como la deuda estructural ajustada por ciclo y tipos de cambio real, teniendo en cuenta riesgos de pasivos contingentes, crisis estructurales y acceso financiero.

Cuadro IV.1
Evolución de la Deuda Pública (promedio anual)

	D. Neta/PIB	D. Bruta/PIB	Act/PIB
1999	26,7%	40,7%	14,0%
2003	76,2%	10,6%	30,1%
2007	40,8%	67,3%	26,5%

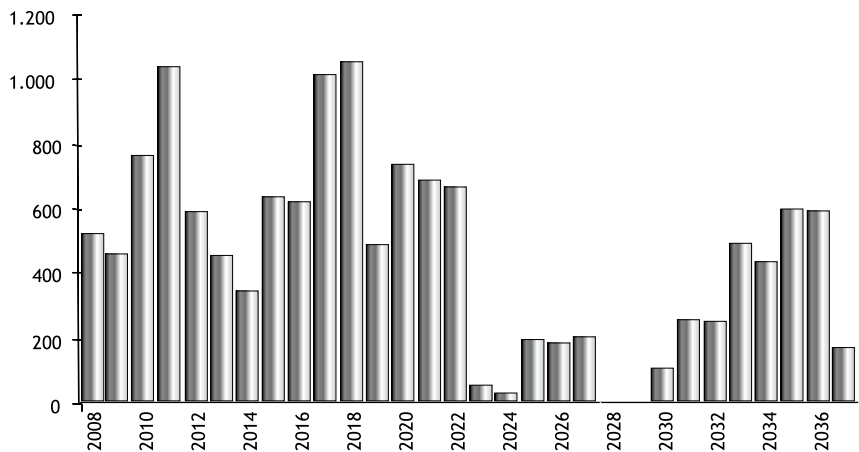
Fuente: Elaboración en base a datos BCU.

La deuda pública nacional mostraba luego de la crisis de 2002 una estructura con importantes vulnerabilidades en lo que se refiere a plazos, moneda y tasas

de interés. En los últimos años se procuró atacar estas fuentes de vulnerabilidad, además de perseguir cambios en el perfil de los acreedores, en pro de incrementar la soberanía de la deuda. La estrategia se basó en tres pilares: extender los vencimientos en el tiempo; crear bonos de referencia con mayor liquidez (series más profundas); y avanzar en el desarrollo de una curva en Unidades Indexadas⁸ (UI) con el objetivo de desdolarizar la deuda.

El perfil de plazos de la deuda a finales de 2002 (con vencimientos fuertemente concentrados y deuda fundamentalmente de corto plazo), fue paulatinamente modificado, tendiéndose a extender los vencimientos en el tiempo y desconcentrarlos. Como se observa en el gráfico IV.1, el calendario de vencimientos se presenta extendido hasta el 2037, y sin percibirse una concentración excesiva. Tomando como referencia el PIB en dólares proyectado, en ningún caso las amortizaciones representan más de un 5% del mismo. La reducción del esfuerzo de financiamiento anual permite asumir menores costos en malas coyunturas de colocación de deuda con bajos precios de los títulos.

Gráfico IV.1
Calendario de amortizaciones a diciembre de 2007
(en millones de dólares)



Fuente: Elaborado en base a datos BCU.

Concomitantemente, se ha buscado propiciar la desdolarización de la deuda, fundamentalmente a partir de la emisión de títulos en Unidades Indexadas. Como señala Fernández Arias (2007), la dolarización financiera fue el “talón de Aquiles” de la crisis de 2002, generando riesgo de crédito bancario, limitando el apoyo

8 Unidad de cuenta indexada a la evolución del Índice de Precios al Consumo.

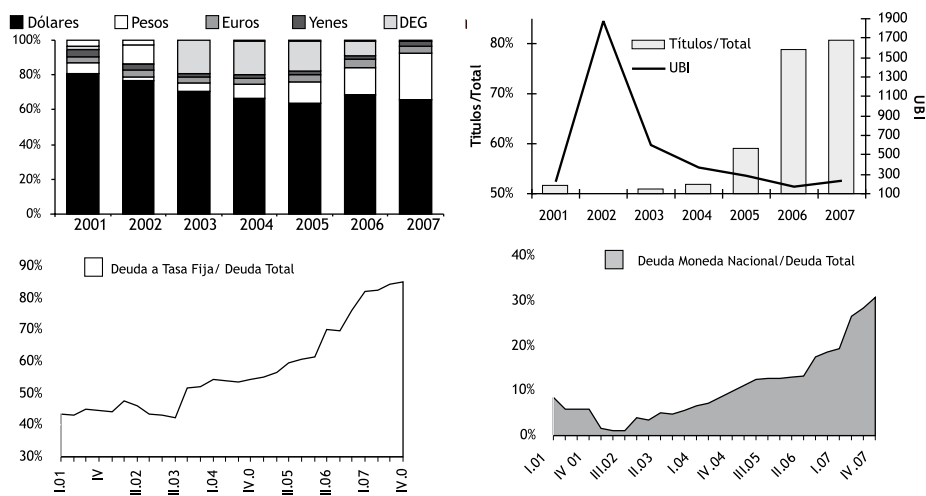
financiero en la crisis bancaria y contribuyendo a la crisis de la deuda pública muy dolarizada.

No obstante, en este aspecto se siguen percibiendo ciertas vulnerabilidades. En el gráfico IV.2 se presenta la distribución de la deuda pública por monedas, donde se puede observar una tendencia a la diversificación y a un moderado proceso de desdolarización. La deuda en moneda nacional sigue representando un bajo porcentaje en el total (30% a fines de 2007).

Esta tendencia a la diversificación de la deuda por monedas es consistente con una política de diversificación de sus reservas, puesto que el sector público, al igual que el resto de los agentes, a los efectos de evitar el riesgo cambiario debe mantener una posición calzada entre activos y pasivos, permitiendo cumplir con su función de respaldo y seguro.

En relación a la estructura por tipos de interés, la estrategia en los últimos años ha sido procurar una disminución de la importancia de la deuda a tasa variable, con el objetivo disminuir el riesgo de interés. Mientras a finales de 2005 la deuda en tasa variable representaba un 39,3%, a diciembre de 2007 representa sólo de 15%. Esta composición representa una fortaleza si se atiende a la coyuntura de relativa inestabilidad del sistema financiero internacional, ya que da un horizonte de planificación más seguro para el servicio de la deuda.

Gráfico IV.2
Estructura de la deuda. Denominación, tasas y composición



Fuente: Sobre la base de datos de BCU y RAFAP.

El progresivo retorno de Uruguay a los mercados de créditos luego de la crisis económica permitió disminuir la proporción de deuda condicionada con organismos multilaterales de crédito, incrementando el endeudamiento con inversores privados a partir de títulos de deuda. Ésta transformación en el perfil de los acreedores se tradujo, a su vez, en un cambio en los instrumentos de deuda utilizados. En tanto los títulos públicos crecieron en su participación, se procesó una caída de la de los préstamos de organismos internacionales. Ello se vincula con la estrategia de incrementar la soberanía de la deuda y en que la situación de mayor estabilidad ha permitido al país colocar títulos con bajos *spreads*. Se puede observar en el gráfico III.2 como el fuerte crecimiento en el peso de los títulos públicos se dio al mismo tiempo que el índice de riesgo soberano (medido a través del UBI) disminuía de forma importante.

Los cambios en el nivel, denominación y estructura de la deuda muestran la situación macroeconómica relativamente más holgada y estable por la que transita actualmente la economía uruguaya, con ciertos márgenes en términos de espacio fiscal. En un contexto internacional medianamente favorable, ello podría habilitar una mayor actuación del sector público que posee hoy una mayor capacidad para invertir en capital físico y humano, y avanzar en la integración financiera en el MERCOSUR.

V. SUSTENTABILIDAD, INCERTIDUMBRE Y ESPACIO FISCAL

La discusión sobre la optimalidad de la política fiscal, requiere no sólo un análisis de los efectos que dicha política sobre el crecimiento, sino además un diagnóstico de las restricciones fiscales que enfrenta el sector público. Existen a su vez otras restricciones, como las imperfecciones en los mercados de crédito y las restricciones políticas.

En esta sección nos ocuparemos de analizar la situación del endeudamiento público desde una perspectiva de largo plazo. Para ello en primer lugar se realizan ejercicios de proyección del indicador deuda bruta-producto para distintos escenarios de las variables relevantes. En segundo lugar, considerando la serie de datos históricos de ingresos y gastos del sector público, se realiza un test de sustentabilidad. Finalmente, en base a un modelo probabilístico que incorpora la incertidumbre de la recaudación y las fluctuaciones del tipo de cambio real, se analiza la vulnerabilidad de la deuda pública, entendida como la probabilidad de que la misma alcance niveles considerados límites.

Los resultados muestran que, dado los niveles actuales de los fundamentos y la relación histórica entre gastos e ingresos fiscales, la deuda transita por una senda sostenible. No obstante, la deuda pública uruguaya sigue siendo vulnerable a la ocurrencia de *shocks* adversos en el contexto macroeconómico.

V.1 La trayectoria esperada de la deuda: un test de sustentabilidad

A continuación se presentan los principales resultados del ejercicio de sustentabilidad que busca responder a las siguientes preguntas: ¿cuál es la sensibilidad de medio plazo del ratio D/Y a las variables relevantes?; ¿son razonables los guarismos actuales de superávit fiscal primario como señal de medio plazo?

Considerando distintos supuestos sobre el crecimiento de largo plazo de la economía y de la evolución del *spread* de los títulos públicos, se construyeron dos escenarios extremos, que suponen distintas trayectorias de las variables determinantes del indicador sintético de sustentabilidad (D/Y).

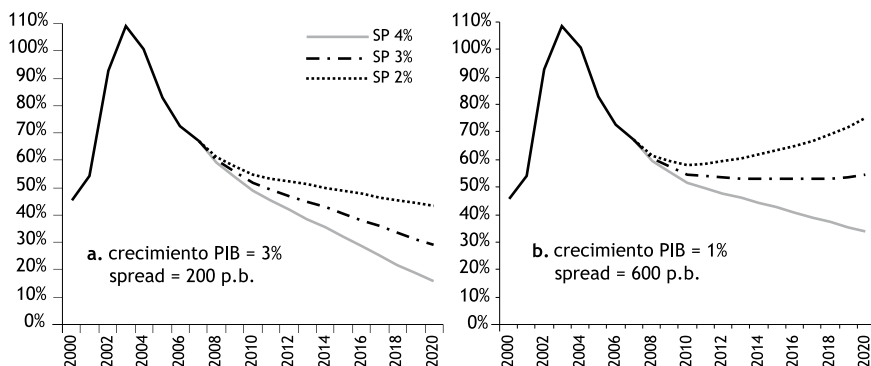
Los escenarios suponen una inflación en dólares del orden del 2% anual en el largo plazo, compatible con el cumplimiento de la paridad de poderes adquisitivos

con EEUU⁹ y una tasa libor a 6 meses que se mantiene en el nivel promedio de 2007 (5,4%). Los cálculos se realizaron bajo tres supuestos de superávit primario: del 2%, 3% y 4%.

El panel a del gráfico V.1 se presenta la trayectoria simulada en un escenario con moderado crecimiento económico a largo plazo del 3% anual y donde se asume que el sector público coloca deuda con un *spread* relativamente bajo, de 200 puntos básicos (registro levemente inferior al vigente en 2007). Dado este escenario, el indicador D/Y transitaría una senda descendente aún con un superávit primario del 2%, es decir, con un esfuerzo fiscal inferior al observado en los últimos años.

El segundo escenario (panel b) supone un modesto crecimiento de la economía del orden del 1% anual, y un *spread* de 600 puntos básicos, es decir, un riesgo soberano muy superior al actual. En un escenario como este, sólo con un resultado primario superior a 3% se evitaría que el indicador de sustentabilidad transite trayectorias insostenibles.

Gráfico V.1
Sensibilidad del ratio D /Y al superávit primario (SP)
en 2 escenarios extremos



Fuente: Elaboración propia.

Por lo tanto, en los últimos años la gestión de la deuda (asociada a mejoras en su perfil y al aprovechamiento de la situación favorable en los mercados para adelantar necesidades de financiamiento), sumada a una significativa disciplina fiscal, han reducido la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Las simulaciones realizadas indican trayectorias descendentes del relación de deuda bruta-producto

⁹ Resultado sobre el cual existe evidencia en Uruguay, véase, por ejemplo, Fernández *et al.* (2005).

en la mayoría de los escenarios, incluso en un escenario de modesto crecimiento (1%) y alto *spread* de la deuda (600 p.b.) siempre que se mantengan los niveles actuales de resultado primario.

Cabe notar que este tipo de ejercicios no toma en cuenta la ocurrencia de shocks o crisis profundas como la ocurrida 2002, que significó entre otras cosas, el cierre de los mercados financieros para la deuda pública. En ningún caso supone grandes cambios en las variables determinantes, lo cual implica un supuesto fuerte para economías como la uruguaya sujeta a una elevada volatilidad. En segundo lugar, los escenarios se basan en trayectorias probables de las variables relevantes ignorando la estructura de correlaciones entre las mismas. En la sección que sigue, se incorporan algunos de estos elementos al análisis.

V.2 Sustentabilidad de la política fiscal: un análisis de cointegración¹⁰

La definición más extendida de sustentabilidad fiscal señala que la misma se alcanza cuando el ratio de deuda-producto es decreciente en el largo plazo, es decir cuando,

$$\lim_{j \rightarrow \infty} \frac{D_{t+j}}{PIB_{t+j}} = 0, \text{ donde } D_{t+j} \text{ es la deuda pública del período } t+j \text{ a precios constantes}^{11}$$

Dada esta definición de sustentabilidad fiscal, es fácil probar que si el PIB crece a una tasa positiva en el largo plazo (supongamos constante) y el incremento de la deuda es constante en cada período, es decir si $\Delta D_{t+i} = C$ para todo i , entonces la política fiscal es sustentable.¹²

10 Los resultados completos de las estimaciones de esta sección están disponibles y pueden ser solicitados a los autores

11 Estamos ignorando problemas de evolución dispar de precios.

12 Dados estos supuestos el límite anterior se puede escribir como:

$$\lim_{j \rightarrow \infty} \frac{D_t + \sum_{i=1}^j \Delta D_{t+i}}{(1+g)^j PIB_t} = \lim_{j \rightarrow \infty} \frac{D_t + \sum_{i=1}^j C}{(1+g)^j PIB_t} = \lim_{j \rightarrow \infty} \frac{D_t + jC}{(1+g)^j PIB_t} = \lim_{j \rightarrow \infty} \frac{D_t}{(1+g)^j PIB_t} + \lim_{j \rightarrow \infty} \left[\frac{j}{(1+g)^j} \cdot \frac{C}{PIB_t} \right]$$

donde g es la tasa de crecimiento del PIB. Obsérvese que este límite tiende a cero. Para verlo, nótese que el primer término a la derecha de la última igualdad, $\lim_{j \rightarrow \infty} \frac{D_t}{(1+g)^j PIB_t}$,

Por tanto, lo que buscaremos poner a prueba es la hipótesis de que la política fiscal uruguaya ha tenido un comportamiento consistente con un incremento de deuda constante, en el período comprendido entre 1975 y 2007. Este período es suficiente como para captar al menos dos episodios donde la política fiscal ha estado sometida a alto stress (las crisis de los años 1982 y 1999). Esto es importante ya que no es suficiente con saber si en períodos de normalidad la hipótesis tiene asidero empírico, sino que debe ser válida en el largo plazo, donde períodos de crisis fiscal naturalmente sucederán.

Ahora, nótese que si partimos de la identidad contable:

$$\Delta D_{t+1} = r_t D_t + G_t - T_t$$

Siendo r es la tasa de interés real sobre la deuda, G el gasto público primario y T los ingresos públicos (todos expresados a precios constantes¹³), la verificación en el largo plazo de: $\Delta D_{t+1} = C$, es igual que imponer que en el largo plazo $C = r_t D_t + G_t - T_t$.

Por tanto, y dado que todas las variables en el lado derecho de la anterior igualdad son integradas de orden 1, el contraste de hipótesis de que el comportamiento de la política fiscal ha sido consistente con una evolución constante de la deuda en términos reales (o al menos no creciente), viene dada por la cointegración de las variables del lado derecho de la igualdad, es decir que ΔD es integrada de orden cero y que por tanto no tiene tendencia. Conceptualmente esto indicaría que la política fiscal en el pasado habría realizado los ajustes necesarios como para no permitir que el incremento de la deuda pública sea creciente. Lo que presumiblemente nos diga algo sobre el comportamiento de los hacedores de política en el pasado, y posiblemente también en el futuro.

Nótese que este enfoque sobre la sustentabilidad en cierta forma tiene en cuenta el comportamiento de los hacedores de política ante alteraciones en el ambiente económico, a diferencia del análisis realizado en la sección anterior que no endogeneizaba dicho comportamiento.

El análisis econométrico que realizaremos a continuación solo tomará en cuenta las variables fiscales a nivel de gobierno central, ya que sólo contamos con series

tiende a 0 cuando j tiende a ∞ , ya que el numerador es constante y el denominador tiende a ∞ . Por su parte, en el segundo término, $\lim_{j \rightarrow \infty} \left[\frac{j}{(1+g)^j} \frac{C}{PIB_t} \right]$, tenemos una constante, (C/PIB_t) ,

multiplicada por un cociente. En este cociente tanto el numerador como el denominador tienden a ∞ , sin embargo nótese que el orden de los infinitos indica que el denominador crece más rápido que el numerador y por tanto tiende a 0, entonces el segundo término tiende a 0.

13 Suponemos igual deflactor implícito para todas las variables.

suficientemente largas para estas variables. Esto deja fuera a los gobiernos locales y las empresas públicas. Sin embargo cabe notar, que los gobiernos locales no tienen autonomía para emitir deuda pública y en los hechos su nivel de endeudamiento, como el de las empresas públicas, es insignificante en el conjunto de la deuda del sector público.

Para que se tenga una idea de la importancia del gobierno central, el 98% de los intereses de deuda pagados por el sector público en el año 2006 corresponden a deuda contraída por el gobierno central. Las empresas públicas sí tienen un impacto relativamente más importante vía las transferencias que realizan al gobierno central y éstas normalmente no exceden de un 5% de los ingresos del gobierno central. Por tanto, aún cuando el análisis que realizaremos a continuación se circunscribe al gobierno central, es razonable interpretarlo en el sentido más amplio del sector público global.

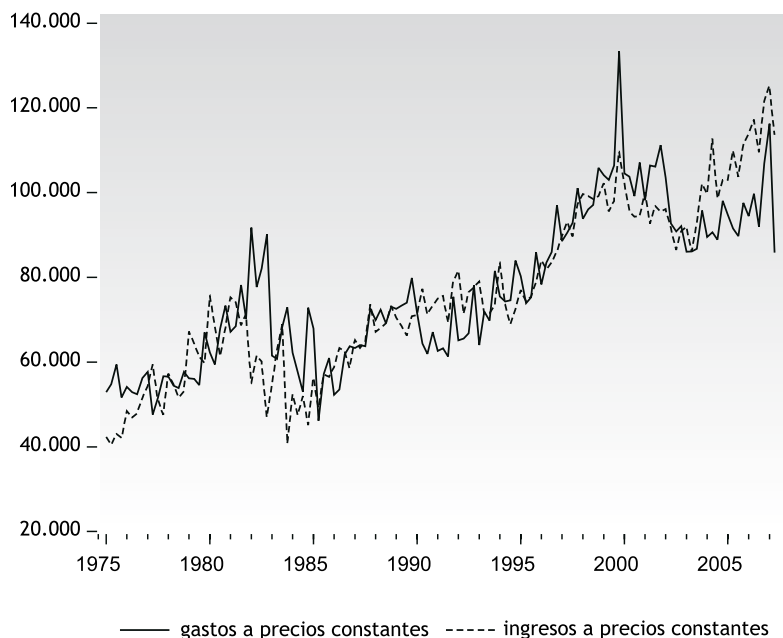
Las pruebas de cointegración entre la variable gasto, G , que incluye el pago de intereses de deuda y la variable ingresos (T) se presentan en el siguiente cuadro. Los resultados no permiten rechazar la hipótesis de cointegración entre estas variables.

Cuadro V.1
Contraste de Cointegración G y T

Muestra: 1975Q1 2007Q4, observaciones incluidas: 126				
Series: G T				
Lags interval: 1 to 3				
Número de relaciones de cointegración (nivel 0.05*) según modelo				
Tendencia en los datos:	(1) Ninguna	(2) Ninguna	(3) Lineal	(4) Lineal
Test	Sin Constante	Constante	Constante	Constante
	Sin tendencia	Sin tendencia	Sin tendencia	Tendencia
Traza	1	1	1	1
Max. Val. Prop.	1	1	1	0

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Gráfico V.2
Gastos e Ingresos totales a precios constantes. 1975-2007



La especificación (2) del contraste es la que se corresponde con nuestra hipótesis de partida, es decir, que existe una relación de largo plazo tal que $C = r_t D_t + G_t - T_t$. En este caso no se puede rechazar la existencia de una relación de cointegración, por lo que el comportamiento de la política fiscal resulta consistente con la hipótesis de sustentabilidad.

La ecuación de largo plazo (relación de cointegración) que estamos estimando tiene la siguiente forma

$$G_t = C + \alpha T_t + \varepsilon_t$$

Donde G_t incluye ahora también los pagos de interés de deuda ($r_t D_t$). Nótese que, al estar ignorando algunas fuentes de ingresos, es posible que el coeficiente α sea menor que la unidad.

En el cuadro V.2 presentamos 2 estimaciones¹⁴, en la primera, además de las variables G y T , se incluyen variables *dummies* estacionales, en la segunda además

¹⁴ Las estimaciones completas están disponibles y pueden solicitarse a los autores.

de las *dummies* estacionales se intervienen *outliers*. De la relación de cointegración surge que el coeficiente α oscila entre 0,59 y 0,84.

Los coeficientes del término de corrección de error son significativos tanto en la ecuación de corto plazo del gasto, $D(G)$, como en la de los ingresos, $D(T)$, lo que indica la endogeneidad de ambas variables.

Los coeficientes del término de corrección de error ($G_t - C - \alpha T_t$) en $D(G)$ indican que cuando existe un desvío en la relación de largo plazo, en un trimestre la reducción en el gasto cubre el 25,6% (12,9%) del déficit generado en el modelo 1 (2).

Un punto interesante a notar, es que el coeficiente de ajuste de los ingresos parece tener el signo “equivocado”, es decir cuando se produce un déficit, los ingresos se reducen como consecuencia de esto en el próximo período. Por tanto los ingresos (impuestos) no sólo no ayudan al ajuste sino que van en dirección opuesta a este ajuste, sin embargo como ya hemos visto las variables están cointegradas, por tanto prima el efecto de ajuste vía gastos.

Esta evidencia está reflejando una característica de la política fiscal uruguaya, existe poca flexibilidad para hacer ajustes fiscales a través de impuestos. Más aún, en la historia fiscal uruguaya, la generación de déficits fiscales como consecuencia de recesiones (y su concomitante impacto sobre la base imponible) ha sido un hecho relativamente común. En este escenario es posible esperar que, en la medida que la recesión presente cierta persistencia o aún tendencia a agravarse, los ingresos continúen disminuyendo, en vez de ajustarse al alza para cerrar la brecha con los gastos. Esto podría explicar el coeficiente negativo de ajuste de los ingresos, es decir su tendencia a aumentar el déficit en vez de reducirlo.

Cuadro V.2
Relaciones de Cointegración. Variable “dependiente”: G

Modelo:	(1)	(2)
T	0,8378585	0,593290
	(0,09279)	(0,12228)
	[9,02990]	[4,85189]
C	17388,60	38991,57
	(7188,59)	(9506,84)
	[2,41892]	[4,10142]

(desvíos estándar) [estadísticos t]

Cuadro V.3
Coefficientes del término de corrección de error
(o velocidad de ajuste a los desequilibrios)

Corrección de Error:	D(G)	D(T)
Modelo 1	-0,255604	-0,177423
	(0,06930)	(0,06535)
	[-3,68863]	[-2,71491]
Modelo 2	-0,128771	-0,135137
	(0,03683)	(0,03891)
	[-3,49643]	[-3,47272]

V.3 La incertidumbre en los fundamentos y la probabilidad de crisis fiscal: un modelo probabilístico para la dinámica de la deuda

A continuación se realiza un ejercicio de vulnerabilidad de la deuda pública en base al concepto de Límite Natural de Endeudamiento (NDL), siguiendo a Mendoza & Oviedo (2006) (MO). El NDL refiere al nivel de la relación D/Y que satisface la restricción presupuestaria del gobierno en un escenario de crisis fiscal, es decir en un estado en que los ingresos y gastos primarios se sitúan en su mínimo nivel.

Al mantener una relación D/Y por debajo del NDL, además de significar un autoseguro contra un eventual ajuste fiscal de magnitud intolerable, implica un compromiso creíble por parte del gobierno de servir la deuda en todos los posibles estados de la naturaleza.

Sea τ^{\min} el nivel de ingresos en relación al PIB en una situación de crisis fiscal y g^{\min} el gasto primario ajustado a su mínimo tolerable, el NDL es aquel nivel de deuda (d^*) que sería sostenible de perpetuarse dicho estado de la naturaleza para un nivel de crecimiento (γ) y tasa de interés de largo plazo (r) dados,

$$d^* = \frac{\tau^{\min} - g^{\min}}{r - \gamma} \quad (V3.1)$$

El NDL será menor cuanto mayor sea la volatilidad de la presión fiscal, cuanto menor sea la flexibilidad del gasto primario, cuanto menor sea la tasa de crecimiento del producto y cuanto mayor sea la tasa de interés real.

Más allá de la similitud entre la expresión (V3.1) y la fórmula tradicionalmente empleada para determinar el nivel de deuda sostenible en el largo plazo ($d=(\tau-g)/(\tau-\gamma)$), ambos son conceptualmente diferentes a los efectos de evaluar la sustentabilidad fiscal. El enfoque de MO incorpora el rol de la volatilidad de los componentes del resultado fiscal para definir un límite razonable de la relación deuda-producto, que no es equivalente a un nivel de equilibrio, si bien juega un rol central en su determinación.

A los efectos de evaluar la verosimilitud de que la relación deuda-producto alcance determinado límite en el sentido de MO, se realizaron simulaciones sobre la dinámica de la misma asumiendo un modelo probabilístico para determinadas variables relevantes. Partiendo de un determinado nivel y estructura de la deuda, las simulaciones consisten en generar T realizaciones de los determinantes y por tanto de la relación deuda-producto. Con N repeticiones de este ejercicio se puede analizar, por ejemplo, el porcentaje de veces en los cuales la trayectoria de D/Y alcanza determinado límite y la rapidez con la que ello sucede.

La mayoría de las aplicaciones de esta metodología suponen un proceso estocástico para la presión fiscal (τ_t), mientras que las realizaciones de las restantes variables se asumen exógenas, realizándose escenarios para las mismas. A los efectos de incorporar la incertidumbre sobre otro determinante relevante de la relación D/Y, en el presente ejercicio, además de τ_t , se simulaban realizaciones estocásticas de la inflación en dólares ($\pi^{dol}=\pi-\delta$). La evidencia empírica recogida en diversos estudios sobre la vulnerabilidad de la deuda pública uruguaya deja al descubierto la significativa sensibilidad del ratio D/Y a innovaciones en la inflación en dólares¹⁵. El factor cuantitativamente más importante de la depreciación o apreciación real es el efecto hoja de balance. En presencia de deuda nominada en moneda extranjera, los cambios de precios relativos no son neutrales a la relación D/Y. La evidencia en Uruguay es muy clara en este sentido, los episodios de fuerte devaluación real (como los ocurridos en 1982 y 2002) aumentan rápidamente el peso de la deuda y con ello la probabilidad de insolvencia¹⁶.

Tanto τ como π^{dol} fueron caracterizadas mediante un proceso discreto de Markov asumiendo 5 estados posibles en función de la desviación estándar estimada con datos anuales entre 1981 y 2007,

$$x = [x_1 = \bar{x} - 2\sigma_x, \quad x_2 = \bar{x} - \sigma_x, \quad x_3 = \bar{x}, \quad x_4 = \bar{x} + \sigma_x, \quad x_5 = \bar{x} + 2\sigma_x]$$

con $x = \tau, \pi^{dol}$

15 Véase, por ejemplo, Rial & Vicente (2003) y Carlomagno, Egger & Sicilia (2008)

16 Este efecto suele ser más fuerte que el eventual efecto positivo sobre el resultado fiscal de la licuación del gasto provocada por la mayor inflación que suele acompañar la devaluación.

Partiendo del supuesto de que cada una de estas variables viene generada por un proceso autorregresivo de primer orden ($x_t = \lambda x_{t-1} + \varepsilon_t$), se obtuvieron las respectivas matrices de transición¹⁷ P_k mediante el método de cuadratura de Tauchen (1986).

La siguiente tabla presenta los vectores de estados de la recaudación en relación al producto¹⁸ y de la inflación en dólares, siendo $\tau=18,97\%$ y el de $\pi^{dol} = 2\%$ los valores medios de ambas variables.

	j=1	j=2	j=3	j=4	j=5
τ_j	0,1412	0,1655	0,1897	0,2139	0,2382
π_j^{dol}	-0,2684	-0,1242	0,0200	0,1642	0,3084

Las matrices de transición fueron calculadas para los parámetros autorregresivos $\lambda(\tau)=0,88$ y $\lambda(\pi^{dol})=0,44$ y los errores estándar residuales $\sigma_\varepsilon(\tau)=0,01$ y $\sigma_\varepsilon(\pi^{dol})=0,13$ estimados por mínimos cuadrados para datos anuales entre 1981 y 2007.

$$P_{jk}(\tau) = \begin{bmatrix} 0,5807 & 0,4112 & 0,0042 & 0,0000 & 0,0000 \\ 0,0270 & 0,6650 & 0,3056 & 0,0017 & 0,0000 \\ 0,0000 & 0,0528 & 0,7359 & 0,2106 & 0,0006 \\ 0,0000 & 0,0001 & 0,0935 & 0,7710 & 0,1333 \\ 0,0000 & 0,0000 & 0,0003 & 0,1514 & 0,8459 \end{bmatrix},$$
$$P_{jk}(\pi^{dol}) = \begin{bmatrix} 0,2394 & 0,4225 & 0,2767 & 0,0575 & 0,0038 \\ 0,1145 & 0,3548 & 0,3835 & 0,1323 & 0,0148 \\ 0,0448 & 0,2390 & 0,4265 & 0,2432 & 0,0465 \\ 0,0142 & 0,1290 & 0,3806 & 0,3583 & 0,1179 \\ 0,0036 & 0,0557 & 0,2726 & 0,4234 & 0,2448 \end{bmatrix}$$

La caracterización de la inflación en dólares muestra la importante volatilidad de dicha variable; dado su valor medio de largo plazo igual al 2%, la probabilidad condicional de observar una devaluación (apreciación) real del 27% (31%) es igual a 4,5% (4,7%). Dada la importante dolarización de la deuda pública uruguaya y la probabilidad no nula de ocurrencia de estos episodios, se realizaron simulaciones para distintas composiciones de deuda en moneda nacional y moneda extranjera.

17 Es una matriz de 5x5 cuyos componentes p_{jk} indican la probabilidad de que $x_t=x_k$ dado que $x_{t-1}=x_j$.

18 Tanto la recaudación como el gasto primario corresponden al gobierno central. No obstante, el resultado primario del gobierno central es muy similar al del gobierno consolidado. Lo que sí debe tenerse en cuenta, es que nuestro τ no es una medida de la presión fiscal en Uruguay (que en 2007 se sitúa en aproximadamente 29% del PIB).

El gasto primario del gobierno central en relación al producto se fijó en su valor promedio de los últimos 20 años ($g=18,54\%$). Dado los posibles estados de τ , esto determina que las posibles realizaciones del resultado fiscal primario son: $-4,4\%$, -2% , $0,4\%$, $2,9\%$ y $5,3\%$ del producto.

La tasa de crecimiento del producto (γ) se fijó en el 3% anual (aunque se realizan algunos escenarios para el $1,5\%$). El escenario base supone que el endeudamiento en moneda nacional (indexado a la inflación) se realiza a una tasa de interés real (r) del 5% , mientras que la deuda en moneda extranjera paga una tasa en dólares (i^*) del 7% ¹⁹. Por otra parte, un eventual resultado fiscal negativo se financia con deuda en ambas monedas según las proporciones que cada moneda tiene en el stock de deuda del período previo. Análogamente, un resultado fiscal positivo se utiliza para amortizar deuda en cada moneda manteniendo las proporciones del período anterior. Por lo tanto si bien se realizan escenarios con distintas proporciones del endeudamiento inicial en moneda nacional, se supone una trayectoria inercial de dicha estructura por monedas.

El umbral de deuda neta (NDL) se definió en $62,7\%$, esto es el nivel promedio entre 1991 y 2007 más un desvío estándar, siendo similar al nivel observado en 2002 y sólo superado en el año 2003 (76%) y 2004 (69%)²⁰.

La cuadro V.4 presenta el resultado de 1.000 simulaciones de una secuencia de 50 realizaciones de la relación D/Y para 5 valores iniciales de dicha variable y 4 valores iniciales de la composición por monedas (a =proporción inicial de deuda en moneda nacional). Se presenta el porcentaje de las simulaciones en las cuales la D/Y alcanzó el umbral del $62,7\%$ y el número mínimo y medio de períodos (años) que transcurrieron hasta alcanzar dicho límite en cada escenario.

La primera observación sugiere que para niveles iniciales de deuda neta similares a los actuales (44%), la probabilidad de una trayectoria ascendente del D/Y hasta alcanzar el NDL es cercana al 35% , para un stock de deuda en moneda nacional del 20% . Dicha probabilidad descendería a menos del 20% si el peso de la deuda en moneda doméstica fuera sensiblemente mayor (70% o más). La sensibilidad a la situación de partida es importante, para $a=20\%$, la frecuencia de crisis se reduce a la mitad si la situación inicial fuera un nivel de deuda neta del 30% en vez de 40% . Obsérvese que un esfuerzo de reducción de la deuda del 40% al 30% tiene un efecto similar, en términos de la vulnerabilidad, que llevar el peso de la deuda en moneda nacional del 20% al 70% dejando constante (en 40%) el ratio D/Y.

19 Incluye una tasa de referencia y el *spread* (por ejemplo la libor a 6 meses de $5,5\%$ y un *spread* de 150 p.b.).

20 En 2007 la deuda neta se ubicó en $44,7\%$.

Por otra parte, tomando como referencia un nivel inicial de deuda del 40% y para $a=20\%$, el período mínimo en el cual se alcanza el NDL es de 4 años y el período medio es 10 años. Se observa que el número de años en alcanzar el NDL, en el promedio de las trayectorias que alcanzaron dicho nivel, disminuye sensiblemente con el nivel inicial de deuda y con el peso de la deuda en moneda extranjera.

Las realizaciones simuladas para la inflación en dólares permiten evaluar el impacto que tiene la estructura de la deuda por monedas en la probabilidad de

Cuadro V.4
Resultados de las simulaciones según valor de la deuda neta inicial y proporción de deuda en moneda nacional

	Frecuencia de <i>crisis</i> en 1000 simulaciones	Número <i>mínimo</i> de períodos en alcanzar el NDL	Numero <i>medio</i> de períodos en alcanzar el NDL
D/Y inicial	a=0%		
10%	4%	7	21
20%	10%	6	19
30%	23%	4	12
40%	36%	3	9
50%	53%	2	7
D/Y inicial	a=20%		
10%	4%	10	24
20%	7%	7	19
30%	19%	4	14
40%	36%	4	10
50%	53%	2	8
D/Y inicial	a=70%		
10%	2%	15	31
20%	4%	9	24
30%	8%	8	19
40%	19%	4	13
50%	38%	3	10
D/Y inicial	a=100%		
10%	1%	16	31
20%	2%	12	27
30%	5%	9	22
40%	11%	6	18
50%	29%	4	12

a =proporción inicial de deuda en moneda nacional

$\gamma=3\%$, $r=5\%$, $i^*=7\%$

trayectorias ascendentes del ratio D/Y. Para un nivel inicial de la deuda neta del 40% del producto, la probabilidad de crisis se reduce desde un 36%, en un contexto de completa dolarización de la deuda, a un 11%, si la deuda fuera completamente en moneda nacional. A su vez, el tiempo mínimo (y medio) en alcanzar el NDL en el primer caso es la mitad del que existiría en un escenario de deuda completamente en moneda nacional.

En el cuadro V.5 se presentan los resultados para escenarios de tasas de crecimiento (1,5% y 3%) y tasa de interés real (2%, 3% y 5%). Los probabilidad de una trayectoria ascendente de D/Y resulta sensible a la tasa de crecimiento para niveles de deuda inicial superiores al 10% del producto. Por ejemplo, la reducción del crecimiento del 3% al 1,5% incrementa la probabilidad de una trayectoria ascendente de la deuda en al menos 8 puntos porcentuales

Cuadro V.5
Resultados de las simulaciones:
escenarios para la tasa de crecimiento (1,5% y 3%) y para tipo
de interés real de la deuda en moneda nacional (5%, 3% y 2%)

	$\gamma=1.5\%$		
D/Y inicial	$r=5\%$	$r=3\%$	$r=2\%$
10%	5%	6%	5%
20%	13%	13%	11%
30%	26%	25%	25%
40%	44%	43%	41%
50%	62%	64%	58%
	$\gamma=3\%$		
D/Y inicial	$r=5\%$	$r=3\%$	$r=2\%$
10%	4%	2%	3%
20%	7%	8%	6%
30%	19%	17%	18%
40%	36%	31%	28%
50%	53%	51%	47%

$\alpha=20\%$, $i^*=7\%$

Los ejercicios anteriores muestran que, dado el nivel de endeudamiento actual, la probabilidad de que la deuda transite trayectorias ascendentes hasta alcanzar determinado límite, no son despreciables considerando la volatilidad histórica de la recaudación (en relación al producto) y las fluctuaciones del tipo de cambio real en Uruguay. Los ejercicios muestran que reducciones significativas de la vulnerabilidad se logran tanto reduciendo los niveles de endeudamiento en relación al producto

como reduciendo la exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio real mediante una menor dolarización de la deuda²¹.

Este análisis pretende incorporar algunos de los problemas que están presentes a la hora de evaluar la sustentabilidad de la política fiscal, en este caso se presenta la incertidumbre asociada a la evolución de los precios relativos. Existen otros aspectos que subyacen a la fragilidad financiera de países como Uruguay, como lo es la prociclicidad en el flujo de financiamiento externo. Una situación fiscal que fuera sostenible previo a una recesión puede no serlo después de la misma si las condiciones de financiamiento cambian drásticamente. Ello aumenta la prociclicidad de la política fiscal ya que deben realizarse acciones para restaurar la sustentabilidad, acciones que serán más costosas cuanto mayores sean las restricciones de crédito que enfrenta la economía. A su vez estas medidas suelen implicar costos a medio plazo si los ajustes recaen en la inversión pública, por ser este uno de los componentes más flexibles del gasto público.

Frente a esta restricción, las alternativas son la creación de fondos de estabilización o la fijación de reglas fiscales. Estas cumplen básicamente dos roles, por un lado aseguran una mayor disciplina fiscal y por otro reducen el sesgo procíclico de las políticas fiscales.

21 El análisis no incorpora el posible costo, en términos de tasas interés y plazos, que puede implicar una estrategia de desdolarización de la deuda.

VI. ESPACIO FISCAL Y COORDINACIÓN DE POLÍTICAS EN EL MERCOSUR

La estructura y la política fiscal en los países del Mercosur presentan algunas características que es conveniente resumir antes de realizar un análisis de las oportunidades y riesgos de un proceso de coordinación de las políticas fiscales en la región desde el punto de vista del Uruguay.

En primer lugar, y tal como lo afirma un trabajo reciente de la Red Mercosur (Badagián y Cresta, 2006), tanto el gasto público como el ingreso público de los países del bloque presenta una importante volatilidad y los shocks sobre el mismo tienden a ser persistentes. Si ordenamos los países de acuerdo a su nivel de volatilidad, tenemos que Argentina encabeza la lista, seguida por Brasil, Paraguay y finalmente Uruguay.

En segundo lugar, tanto gastos como ingresos fiscales son en general procíclicos en las cuatro economías del bloque (Badagián y Cresta, 2006). En cierta forma esto está mostrando la característica inercial de la política fiscal de los países del Mercosur, la que normalmente acentúa los ciclos económicos en vez de atenuarlos.

En tercer lugar, los ciclos en las variables fiscales de los diferentes países de la región presentan un cierto nivel de sincronización (Badagián y Cresta, 2006). Lo que seguramente está reflejando el efecto de shocks comunes sobre la balanza de pagos de los países socios y también la correlación entre los ciclos económicos de algunos de los países miembros.²²

A pesar de estas similitudes, tanto las estructuras de gastos como especialmente la de ingresos presentan características bastante disímiles en los distintos países. Evidencia de esto se puede encontrar en los artículos que forman parte de este proyecto y también en CEI (2005) y Barreix y Villela (2003).

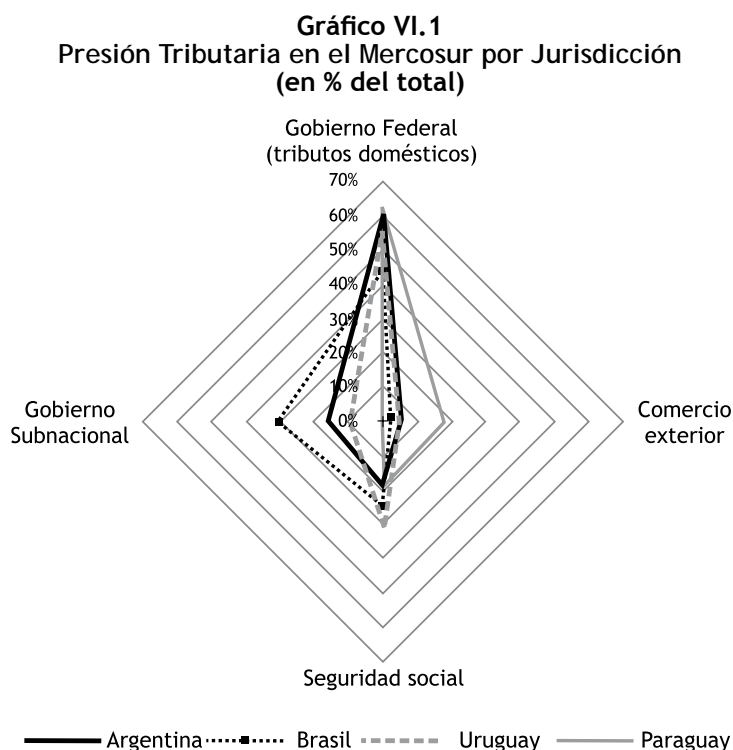
Con respecto a la estructura tributaria, todos los países cuentan con impuestos al valor agregado, aunque presentan algunas particularidades. Por ejemplo en Brasil estos aparecen a distintos niveles de gobierno. Su importancia relativa en la recaudación total es también muy disímil.

Todos los países a excepción de Paraguay cuentan con impuestos a la renta de las personas físicas. Mientras que los cuatro países cuentan con impuestos a la renta

22 Si bien en el caso de algunos países la correlación de los ciclos es débil (por ejemplo entre Argentina y Brasil), aún así esta correlación se ha ido incrementando desde la década de los 90. Véase la evidencia presentada por Fanelli y Gozález Rosada (2006) acerca de los co-movimientos cíclicos del PIB de los países del Mercosur. Véase también CEI (2003) y Machinea (2003).

de personas jurídicas. Por otra parte, los sistemas de seguridad social son mixtos en Uruguay y Argentina, y estatal en Brasil y Paraguay.

A pesar de algunas similitudes, las estructuras tributarias en los países del bloque presentan importantes asimetrías. El siguiente gráfico muestra una de estas dimensiones de asimetría.²³



Nota: promedio años 1990, 1995 y 2000.

Fuente: en base a datos de Barreix y Villela (2003).

Los sistemas tributarios en Argentina y Brasil, países federales, está altamente descentralizada en comparación con Uruguay y Paraguay, países unitarios. Esto claramente es un obstáculo para cualquier intento de homogeneización de los sistemas tributarios. En Argentina y Brasil cualquier reforma requerirá un proceso de discusión a distintos niveles de gobierno.

²³ Véase CEI (2005) y Barreix y Villela (2003) para un análisis pormenorizado de las diferencias en las estructuras tributarias de los países miembros del Mercosur.

El grado de presión tributaria en los países del Mercosur es también dispar. En el año 2006, e incluyendo lo recaudado con destino a la seguridad social, encabeza la lista Brasil (con 35,9% del PIB), seguido por Uruguay (31,4%), Argentina (27,6%) y Paraguay (12,1%).

Estas y otras diferencias en los sistemas tributarios de los socios del Mercosur, muestran la dificultad de políticas de cooperación en el área tributaria.²⁴

La Unión Europea es también un buen ejemplo de las dificultades a las que se ven enfrentadas políticas de coordinación en el ámbito fiscal. Hasta el día de hoy los sistemas tributarios comunitarios son altamente heterogéneos. Solo se ha podido avanzar en el establecimiento de una política común de metas fiscales globales y de gastos (transferencias) en áreas prioritarias (relativamente subdesarrolladas).

Aún cuando se debe partir de la hipótesis de que un acuerdo para la cooperación fiscal entre los países del Mercosur es muy difícil de alcanzar en el corto plazo, supongamos que esto es posible en algunas áreas y tratemos de contestar la pregunta: ¿qué políticas de cooperación fiscal y financiera en el bloque pueden generar espacio fiscal adicional en Uruguay?

Como es evidente cualquier respuesta a esta interrogante debe partir de suponer formas particulares de acuerdo fiscal en el Mercosur y no puede ser más que especulativa.

De la discusión anterior, por una parte, habría que descartar en el corto plazo la posibilidad de acuerdos en las áreas tributarias, a excepción de aquellas relacionadas al comercio exterior, como es natural. Por otra parte, parecen existir ámbitos donde la coordinación de la política fiscal podría tener algunos frutos. En particular podría pensarse en profundizar el compromiso de la resolución MERCOSUR/CMC/DEC. N° 30/00. En esta resolución del año 2000 en el numeral 5 los socios se comprometieron a: “Establecer, en marzo de 2001, las metas fiscales, de deuda pública y de precios acordados en forma conjunta, así como el proceso de convergencia correspondiente.”

Si bien los avances han sido muy pobres, existió claramente una voluntad política para avanzar en el camino de establecer metas mínimas, por tanto habría que aprovechar esta ventana de oportunidad.

Dada la evidencia, mostrada anteriormente, de política fiscal procíclica y de efectos relativamente simétricos en todas las economías del bloque, parece claro que algún tipo de reglas que impliquen un papel estabilizador, o al menos neutro,

24 Dicho esto, es necesario reconocer que existen algunos antecedentes de acuerdos entre los países del Mercosur. Tal es el caso del tratado entre Argentina y Brasil donde Argentina evita la doble imputación eximiendo de pagar impuesto a las rentas de fuente brasileña. Véase un análisis detallado de las estructuras tributarias de los países del Mercosur en Barreix y Villela (2003) y CEI (2005).

de la política fiscal sería deseable. Esto se podría hacer, por ejemplo, fijando metas de déficit fiscal que tengan en cuenta la fase del ciclo en el que están las economías del bloque. Es claro que esto también requeriría la conformación de un fondo de estabilización que pudiera ser utilizado en los momentos bajos del ciclo por aquellas economías que así lo necesiten.

Como lo señalan Ángel & Valdés (2000), los fondos de estabilización son una parte del diseño óptimo de la política fiscal, es decir, existe siempre un riesgo de que el resto de la política fiscal deshaga parte de las oportunidades que esta política puede generar.

Según Perotti (2007) en los hechos no existen diferencias entre un fondo de estabilización y un buen diseño de regla fiscal. Por ejemplo, una regla fiscal de déficit ajustado por el ciclo, como la existente en Chile, puede interpretarse como la incorporación de un fondo de estabilización con la ventaja de que el gobierno no puede deshacer el auto-seguro sin violar la regla que se impuso.

Como surge de los trabajos que hacen parte de este proyecto, en este momento parece existir espacio fiscal suficiente, ya que estamos en una fase expansiva del ciclo, como para plantearse la conformación de tal fondo y/o definir reglas o metas fiscales coordinadas entre los países del bloque. El Fondo Latinoamericano de Reservas de la Comunidad Andina, es un ejemplo de fondo dedicado a mitigar crisis de balanza de pagos de los países socios de un acuerdo regional. La creación de tal fondo, en la medida que cumpla con sus cometidos, puede generar implícitamente mayor espacio fiscal al servir como un amortiguador de crisis.

En cuanto a la fijación de reglas fiscales, existen básicamente dos tipos, las que refieren a metas numéricas sobre agregados como el déficit o la deuda, y las que tienen que ver con la composición del gasto, como la llamada “regla de oro”. Entre las principales críticas que se realizan sobre las reglas numéricas son las siguientes: (i) los límites en el déficit fiscal pueden inducir un comportamiento procíclico de la política en momentos de *shocks* negativos, (ii) puede inducir sobreajustes de la inversión pública ante el riesgo de incumplimiento, dada la mayor discrecionalidad política sobre este componente del gasto y (iii) las reglas numéricas pueden generar incentivos a la utilización de artificios contables, como la reclasificación de las partidas presupuestales o mediante la reasignación intertemporal de los gastos (dejando inalterado su valor presente).

Según Perotti (2007) las debilidades en la fijación de reglas fiscales antes señaladas omiten algunos puntos claves. Las reglas son una opción de second-best en contextos volátiles de los condicionantes institucionales y políticos. El autor señala que, condicional a la ocurrencia de una crisis, una regla fiscal numérica sobre el gasto público induce un comportamiento procíclico de la política, pero a la larga puede actuar reduciendo la probabilidad de ocurrencia de crisis. Por otro lado, en la mayoría de los países en desarrollo no existen estabilizadores automáticos por el

lado del gasto público, con lo cual la una regla fiscal basada en el déficit ajustado por el ciclo²⁵ incrementaría el papel estabilizador de la política fiscal.

El segundo tipo de reglas fiscales recaen sobre la composición del gasto. Un típico ejemplo de es la llamada regla de oro, que establece que el gasto público corriente debe ser financiado con la recaudación, mientras que la inversión pública puede ser financiada con deuda. Dicho de otra forma, si la restricción presupuestaria intertemporal es satisface antes del gasto en inversión, entonces también es satisface luego de considerar la inversión pública (para un nivel actual de presión fiscal), ya que el retorno social de la misma garantiza su autofinanciamiento. Entre las debilidades de este tipo de reglas se encuentra la definición de qué tipo de inversión debería ser financiada con mayor deuda y el incentivo a la “contabilidad creativa”, que refiere a la reclasificación de partidas de gasto para que las mismas sean consideradas como inversión pública.

En la medida en que un acuerdo sobre la conformación de un fondo de estabilización y la coordinación de reglas fiscales entre los socios del bloque sea posible, y cumpla adecuadamente con sus cometidos, Uruguay sería un ganador. Por una parte, el PIB uruguayo es altamente dependiente de los PIB de Argentina y Brasil, por tanto, cualquier medida o acuerdo que contribuya a la estabilidad regional, tendrá un impacto indirecto importante en la economía uruguaya. Por otra parte, como es natural, Uruguay podría utilizar este fondo para amortiguar el efecto de shocks idiosincrásicos o no regionales.

También es posible pensar en destinar parte del espacio fiscal existente en este momento, y posiblemente comprometer parte de la recaudación impositiva futura para conformar un fondo con destino al desarrollo de proyectos de inversión y desarrollo con alto rendimiento social.²⁶

Desde el punto de vista del Uruguay, la conveniencia o no de tal acuerdo dependerá de cómo se asignen las prioridades de gasto o transferencias. Si bien Uruguay es un país pequeño en términos absolutos, tiene un PIB per cápita superior a la mayoría de las regiones que conforman los distintos países del bloque, por lo cual si este es un criterio que define el acceso a estos fondos es claro que Uruguay sería un contribuyente neto.

Pero es posible que se pueda negociar, al menos para sus primeras etapas, algún tipo de acuerdo que implique la inversión de los recursos en proyectos con altas tasas de retorno para todos los países del bloque, con lo cual se podría superar el veto de algún país a la conformación de tal acuerdo. Algunas áreas en las que se

25 Un punto crítico es la definición del déficit ajustado por el ciclo, y más concretamente la valoración del *output-gap*.

26 La Unión Europea destina por ejemplo el 1% del IVA y el arancel externo común al fondo comunitario que luego se aplica entre otras cosas a grandes proyectos de desarrollo.

podría pensar que pueden cumplir con este criterio, son por ejemplo las de producción de energía y algunas obras de infraestructura que puedan ser importantes para el comercio del bloque.

Nuevamente, este tipo de políticas, en la medida que contribuyen al crecimiento, son generadoras de espacio fiscal. Por tanto, hay que verlas como inversiones y no como gasto.



- Banco Mundial (2006b). "Ukraine. Creating Fiscal Space for Growth: A Public Finance Review", Report 36671, World Bank.
- Banco Mundial (2006b). "Ukraine. Creating Fiscal Space for Growth: A Public Finance Review", Report 36671, World Bank.
- Barnhill, T. y Kopits, G. (2003). "Assessing Fiscal Sustainability under Uncertainty." IMF Working Paper 03/79. Washington, DC, United States: International Monetary Fund.
- Barreix, A. y L. Villela (2003). *Tributación en el Mercosur: Evolución, Comparación y Posibilidades de Coordinación*. BID-INTAL, Buenos Aires.
- Barro, R. (1990). "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth", *Journal of Political Economy* 98 (5).
- Barro, R. y X. Sala-i-Martin (1992). "Public Finance in Models of Economic Growth", *Review of Economic Studies*, 59, 645-661.
- Berlinski, J.; F. Pires de Souza; D. Chudnovsky y A. López, (2006). *15 años del MERCOSUR. Comercio, Macroeconomía e Inversiones Extranjeras*, Red de investigaciones del Mercosur, Uruguay.
- Bohn, H. (1994). *Inference problems in assessing the sustainability of government policy*. mimeo, University of California at Santa Barbara.
- _____. (1995). The sustainability of budget deficits in a stochastic economy. *Journal of Money, Credit, and Banking* 27(1)(February):257-71, 1995.
- _____. (1998). The behavior of U.S. public debt and deficits. *The Quarterly Journal of Economics* 113(3).
- Borchardt, M.; I. Rial y A. Sarmiento (1998). *Sostenibilidad de la política fiscal en Uruguay*. Banco Interamericano de Desarrollo, Documento de trabajo R-320, Enero 1998.
- Calderón, C. y Servén, L. (2004). The effects of infrastructure development on growth and income distribution. Banco Central de Chile. Working Paper N° 270.
- Centro de Economía Internacional (CEI) (2005). "Armonización Fiscal en el MERCOSUR: Aspectos Tributarios e Incentivos". Ministerio de Relaciones Exteriores de Argentina.
- Clements, B.J.; Faircloth, C. y M. Verhoeven (2007). "Public Expenditure in Latin America: Trends and Key Policy Issues" (February 2007). IMF Working Paper N° 07/21 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=961751>.
- Corso, E. y Fanelli, J.M. (2006). "El Nuevo regimen cambiario en la Argentina y sus implicancias para el Mercosur" en Berlinski, J.; F. Pires de Souza; D. Chudnovsky y Andrés Lopez (Eds), *15 años de MERCOSUR*, Red MERCOSUR, Montevideo.
- Cuddington, J. (1996). "Analyzing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries." Washington, DC, United States: Georgetown University and World Bank. Mimeo.
- De Grauwe, P. (2003). *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, 5th edition.

- Devarajan, S.; Swaroop y V. Zou, H. (1996). "The Composition of Public Expenditure and Economic Growth", *Journal of Monetary Economics* 37, 313–344.
- Díaz Alvarado, C.; A. Izquierdo y U. Panizza (2004). *Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries with an Application to Ecuador*, IADB, Research Department Working Papers; 511.
- Durlauf, P. (2004). "Growth Econometrics". Mimeo.
- Fanelli, J.M. (2008). *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures*, London, Palgrave Macmillan.
- Fanelli, J.M.; Chisari, O.; Romero, C. y E. Corso (2007). "Growth Diagnosis for Argentina". Mimeo, CEDES/BID.
- Fanelli, J.M. y M. González Rozada (2006). "Ciclo económico y coordinación de la política macroeconómica en el MERCOSUR", capítulo 1 en Fernando Lorenzo (coordinador), *Fundamentos para la Cooperación Macroeconómica en el Mercosur*. Editorial Siglo XXI, Buenos Aires.
- Fay, M. y M. Morrison (2006). *Infrastructure in Latin America and the Caribbean*, World Bank.
- Fernández, A.; Ferreira M.; Garda, P.; Lanzilotta, B. y Mantero, R. (2005). TCR "competitivo" y otras soluciones desajustadas. CINVE, mimeo.
- Ferrucci, G. y Penalver, A. (2003). 'Assessing sovereign debt under uncertainty', Bank of England Financial. Stability Review.
- Fraguas, M. (2007). "Cambios recientes en el sistema provisional argentino". Mimeo, CEDES.
- Ford, B. (2005). "Structural Fiscal Indicators: An Overview", Economic Roundup, Autumn, The Treasury, Australian Government, CanPrint Communications Pty Limited.
- Fu, D.; L. Taylor y M. Yücel (2003). "Fiscal Policy and Growth", Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper 0301.
- Gavin, M. y R. Perotti (1997). "Fiscal Policy in Latin America," NBER Macroeconomic Annual N° 12, pp. 11-71.
- Gamboa y Silva (2004). *Sustentabilidade e Limites do Endividamento Público: o caso brasileiro*. Prêmio do Tesouro Nacional.
- Garcia, M.G.P. y R. Rigobon (2004). "A Risk Management Approach to Emerging Market's Sovereign Debt Sustainability with an Application to Brazilian Data". NBER Working Paper N° W10336.
- Gemmell, N. (2001). "Fiscal Policy in Growth Framework", Discussion paper 2001/84, World Institute for Development Economics.
- Giambiagi y Além (1999). *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*. Ed. Campus.
- Giambiagi y Ronci (2004). *Fiscal policy and debt sustainability: Cardoso's Brazil, 1995-2002*. IMF Working Paper 04/156. Washington D.C.
- Goldfajn, I. y A. Paula. Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública: reflexões para o caso brasileiro. *Economia Aplicada* 4(4): 667-81, 2000.

- Goyal, Rishi y Sahay, Ratna (2007). "Volatility and Growth in Latin America: An Episodic Approach" (January). IMF Working Paper N° 06/287 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=955974>
- Gutierrez, M. (2007). Os resultados fiscais de 2007 e perspectivas para 2008, *Economia e Conjuntura*, Instituto de Economia, UFRJ, www.ie.ufrj.br/conjuntura, Ano 7, Número 82, Setembro de 2007, pp.32-38.
- Hamilton, J. y M. Flavin (1986). "On the limitations of government borrowing: a framework for empirical testing" *American Economic Review* 76 (setembro): 808-19.
- Hausmann, Ricardo; Pritchett, Lant y Rodrik, Dani (2004). "Growth Accelerations". KSG Working Paper N° RWP04-030. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=571823>
- Hausmann, R.; Rodrik, D. y Velasco, A. (2005). "Growth Diagnostics." Cambridge, MA: The John F. Kennedy School of Government, Harvard University, March. <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/barcelonasep20.pdf>
- Heller, P. (2005). "Understanding fiscal space". *IMF Policy Discussion Paper*. Disponível via Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2005/pdp04.pdf>
- Heller, P.; Katz, M.; Debrun, X.; Thomas, T.; Koranchelian, T. e I. Adenauer (2006). "Make Fiscal Space happen!" UNU-WIDER Research Paper N°2006/125.
- Inter-American Development Bank (2006). Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance, IDB's 2007 Report on Economic and Social Progress in Latin America, IDB, Washington DC, U.S.A.
- Isller, J.V. & Lima, L.R. Public debt sustainability and endogenous seignorage in Brazil: time-series evidence from 1947-92. *Ensaios Econômicos da EPGE*, 306, 1997.
- Licandro, G. y L. Vicente (2006). Incentivos fiscais e inconsistência temporal: Uruguay 1970-2005 Banco Central del Uruguay, BCU.
- Lorenzo, F y N. Noya (2006). "IMF Policies for Financial Crisis Prevention in Emerging Markets", G-24 Discussion Paper Series N° 41. United Nations Conference on Trade and Development.
- Lucas, R.E. (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, 3-42.
- Kaminsky, G.L.; Reinhart, C. y C. Végh (2004). "When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," NBER Working Papers N° 10780, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Kenen, P.B. (1995). *Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press.
- Lucas, R.E. (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, 3-42.
- Machinea, J.L. y D. Titelman (2006). "External Shocks: How can regional financial institutions help to reduce the volatility of Latin American economies?". CEPAL, mimeo.

- Masson, P. (2000). "Fiscal Policy and Growth in the Context of the European Integration", IMF working paper 00/133.
- Mendoza, E. y Oviedo, M. (2003). "Public Debt Sustainability under Uncertainty." Washington, DC, United States: Inter-American Development Bank. Mimeo.
- Mendoza, E.G. y Oviedo, P.M. (2004). "Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico", NBER, *Working Paper* 10637.
- Luporini, V. (2000). Sustainability of the Brazilian fiscal policy and central bank independence. *Revista Brasileira de Economia* 54(2): 201-226.
- Perotti, R. (2007). "Fiscal Policy in Developing Countries: a Framework and Some Questions" Policy Research Working Paper N° 4365.
- Luporini, V. (2001). A Sustentabilidade da dívida mobiliária brasileira: uma investigação adicional. *Análise Econômica*, v. 36.
- Luporini, V. (2002). The Behavior of the Brazilian Federal Domestic Debt. *Revista de Economia Aplicada*, v. 6, n° 4.
- Luporini, V. (2006). Conceitos de Sustentabilidade Fiscal. UFF, *Texto para Discussão* n°189.
- Missale, A. (1993). Managing the public debt: the optimal taxation approach. *Journal of Economic Surveys* 11(3): 235-65, 1997.
- Ocampo, J. A. y S. Griffith-Jones (2007). "A Countercyclical Framework for a Development-Friendly IFA" en *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures*, J. Fanelli (ed.), London, Palgrave Macmillan, en prensa.
- Pang, Gaobo y Herrera, Santiago (2005). "Efficiency of Public Spending in Developing Countries: An Efficiency Frontier Approach" (June 2005). World Bank Policy Research Working Paper N° 3645
- Park, Yung Chul; Yunjong Wang y Doo Yong Yang (2007). "Regional and Multilateral Efforts: Institution-Building", en *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures*, J. Fanelli (ed.), London, Palgrave Macmillan, en prensa.
- Pastore, A. (1995). Déficit público, a sustentabilidade das dívidas interna e externa, seignoriagem e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro. *Revista de Econometria*, 14(2), 1995.
- Persson, T. y G. Tabellini (1994). "Is Inequality Harmful for Growth?", *American Economic Review*, Vol. 84, 600-621.
- Pires de Souza, F.; G. Borges da Silveira y F.J. Cardim de Carvalho (2007). "Brazil" en *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures*, J. Fanelli (ed.), London, Palgrave Macmillan, en prensa.
- Prasad, E.; Kose, A.; Rogoff, K. y S. Wei (2006). "Financial Globalization: A Reappraisal and Synthesis," *Journal of Economic Literature*, en prensa.

- Ribeiro, M.B. y Rodrigues Júnior, W. (2007). “Eficiência do Gasto Público na América Latina”, Texto para Discussão número, IPEA.
- Rocha, F. (1995). Monetary regimes and macroeconomic policy: an empirical analysis of the Brazilian economy. *PhD Dissertation*, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1995.
- Rodríguez-Clare, Andrés (2005). “Microeconomic Interventions After the Washington “Consensus”, IDB, Working Paper # 524.
- Servén, L. (2004). “Déficit público, espacio fiscal e inversión en infraestructura”. Banco Mundial. Presentación, Reunión Latinoamericana sobre Financiamiento de la Infraestructura. Buenos Aires.
- Shiller, R. (1993). *Macro markets, creating institutions for managing society;s largest economic risks*. Oxford: Clarendon Press, 1993.
- Solow, R. M. (1956). “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 71, 65-94.
- Talvi, E. y C. Végh (2005). “Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy,” *Journal of Development Economics*, Vol. 78, October, pp. 156-190.
- Tauchen, G. (1985). “Finite State Markov Chain Aproximation to Univariate and Vector Autoregressions”. *Economics Letters* 20, pp. 177-181.
- Tauchen, G. (1986). Finite State Markov-Chain Approximations to Univariate and Vector Autoregressions Models, *Economic Letters* 20, 177-81.
- UNCTAD (2007). *Trade and Development Report, 2007*, United Nations, New York and Geneva, 2007.
- Venables, Anthony (2007). “Rethinking Economic Growth in a globalizing Worlds: an Economic Geography Lens”, Paper prepared for the Growth Commission.
- Vicente L. e I. Rial (2003). “Sustentabilidad y Vulnerabilidad de la deuda pública uruguaya: 1988-2005”.
- Zagler M. y G. Dürnecker (2003). “Fiscal Policy and Economic Growth”, *Journal of Economic Survey*, Vol. 17, 397-418.

